

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

LE RÔLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DANS LA CRÉATION
DE VALEUR POUR LES ACTIONNAIRES : UNE ÉTUDE CANADIENNE

MÉMOIRE
PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAÎTRISE EN SCIENCES COMPTABLES

PAR
MICHEL SAYUMWE

NOVEMBRE 2006

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 -Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

Au terme de mes études de maîtrise en sciences comptables, il m'est d'un immense plaisir de remercier toutes les personnes qui ont contribué à ma réussite.

Je pense en premier lieu au professeur Denis Cormier, professeur titulaire au département des sciences comptables de l'École des Sciences de la Gestion de l'Université du Québec à Montréal, pour la qualité de son encadrement tout au long de la rédaction de ce mémoire. Sans ses conseils judicieux, je n'aurais pu mener à sa fin le présent travail. Qu'il trouve ici l'expression de ma profonde gratitude.

Je remercie ensuite ma famille, ma femme et nos quatre enfants qui m'ont encouragé pour aller de l'avant dans cette aventure scientifique.

Enfin, je dois une grande reconnaissance à Madame Chantal Viger, directrice de la maîtrise en sciences comptables et à tous les professeurs du département qui m'ont soutenu en me transférant une partie de leurs connaissances depuis le baccalauréat jusqu'à la maîtrise en sciences comptables.

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES TABLEAUX.....	vi
LISTE DES ABRÉVIATIONS.....	vii
RÉSUMÉ.....	ix
INTRODUCTION.....	1
CHAPITRE I	
REVUE DE LA LITTÉRATURE.....	3
1.1 Survol des pratiques du conseil d'administration dans le monde.....	3
1.1.1 Cadre politique et économique.....	3
1.1.2 Responsabilités du conseil d'administration.....	6
1.2 Performance du conseil d'administration.....	9
1.2.1 Processus de prise de décision et modèles de conseil d'administration.....	9
1.2.2 Conditions de performance du conseil d'administration.....	10
1.2.3 Responsabilité du chef du conseil indépendant.....	12
1.2.4 Théorie de l'agence et performance du conseil.....	12
1.3 Caractéristiques du conseil d'administration.....	15
1.3.1 Conseil d'administration stratégique.....	15
1.3.2 Taille du conseil d'administration.....	16
1.3.3 Indépendance du conseil d'administration.....	18
1.4 Rôle des comités spécialisés.....	19
1.4.1 Comité de vérification.....	19
1.4.2 Comité de nominations.....	22
1.4.3 Comité de rémunération.....	24

CHAPITRE II

FORMULATION DES HYPOTHÈSES ET CADRE MÉTHODOLOGIQUE.....	29
2.1 Formulation des hypothèses.....	29
2.1.1 Relation entre la rémunération des administrateurs et la performance de l'entreprise.....	29
2.1.2 Relation entre le pourcentage du capital détenu par les administrateurs et la performance de l'entreprise.....	30
2.1.3 Relation entre la taille du conseil et la performance de l'entreprise.....	31
2.1.4 Relation entre la fréquence des réunions du conseil et la performance de l'entreprise.....	33
2.1.5 Relation entre la structure du conseil et la performance de l'entreprise.....	34
2.1.6 Relation entre la taille du comité de vérification et la performance de l'entreprise.....	35
2.2 Présentation des modèles empiriques.....	38
2.2.1 Modèle de la prime de marché.....	38
2.2.2 Modèle de la valorisation boursière.....	39
2.3 Choix et description de l'échantillon.....	39
2.3.1 Mise en situation.....	39
2.3.2 Justification du choix de notre échantillon.....	39
2.4 Mesure des variables utilisées.....	41
2.4.1 Mesure de la variable dépendante.....	43
2.4.2 Mesure des variables indépendantes.....	44
2.4.3 Mesures des variables de contrôle.....	47

CHAPITRE III

ANALYSE DESCRIPTIVE ET ANALYSE DE CORRÉLATION.....	51
3.1 Analyse statistique et économique du modèle de la prime de marché.....	51

3.1.1	Analyse descriptive de la variable dépendante du modèle de la prime de marché.....	51
3.1.2	Analyse descriptive des variables indépendantes du modèle de la prime de marché.....	52
3.1.3	Analyse descriptive des variables binaires de la prime de marché..	54
3.1.4	Analyse de corrélation du modèle de la prime de marché.....	55
3.2	Analyse statistique et économique du modèle de la valorisation boursière..	57
3.2.1	Analyse descriptive des variables indépendantes du modèle de la valorisation boursière.....	57
3.2.2	Analyse descriptive des variables binaires du modèle de la valorisation boursière.....	58
3.2.3	Analyse de corrélation du modèle de la valorisation boursière.....	58
CHAPITRE IV		
	ANALYSE STATISTIQUE PAR RÉGRESSION LINÉAIRE MULTIPLE.....	61
4.1	Conditions d'application de la régression linéaire multiple.....	61
4.2	Analyse du pouvoir explicatif du modèle de la prime de marché.....	62
4.2.1	Analyse de la significativité globale du modèle.....	62
4.2.2	Analyse de la contribution marginale des variables explicatives du modèle de la prime de marché.....	64
4.3	Analyse du pouvoir explicatif du modèle de la valorisation boursière dans la création de valeur pour les actionnaires.....	70
4.3.1	Analyse de la significativité globale du modèle de la valorisation boursière.....	70
4.3.2	Analyse de la contribution marginale des variables explicatives du modèle de la valorisation boursière.....	71
4.4	Analyse de sensibilité.....	76
4.4.1	Analyse de sensibilité par l'indépendance du conseil dans le modèle de la prime de marché.....	76
4.4.2	Analyse de sensibilité par l'indépendance du conseil dans le modèle de la valorisation boursière.....	76
4.5	Synthèse des résultats.....	77

CONCLUSION GÉNÉRALE.....	79
APPENDICE A	
ÉCHANTILLON	83
APPENDICE B	
LIGNES DIRECTRICES DE LA BOURSE DE TORONTO.....	87
BIBLIOGRAPHIE.....	90

LISTE DES TABLEAUX

Tableau	Page
2.1 Sommaire des hypothèses de recherche.....	37
2.2 Distribution des données annuelles de l'échantillon.....	42
2.3 Synthèse des mesures des variables dépendantes, indépendantes et de contrôle.....	49
3.1 Statistiques descriptives relatives à la prime de marché.....	52
3.2 Statistiques descriptives relatives aux variables indépendantes du modèle de la prime de marché.....	53
3.3 Fréquence des variables binaires du modèle de la prime de marché.....	54
3.4 Matrice de corrélation du modèle de la prime de marché.	56
3.5 Statistiques relatives aux variables explicatives du modèle de la valorisation boursière.....	57
3.6 Fréquence des variables binaires du modèle de la valorisation boursière...	58
3.7 Matrice de corrélation du modèle de la valorisation boursière.....	59
4.1 Significativité globale du modèle de la prime de marché.....	64
4.2 Contribution marginale des variables indépendantes dans le modèle de la prime de marché.....	69
4.3 Significativité globale du modèle de la valorisation boursière.....	71
4.4 Contribution marginale de chaque variable indépendante dans le modèle de la valorisation boursière.....	75
4.5 Tableau synthétique des résultats de la recherche.....	78

LISTE DES ABRÉVIATIONS

ABS.DUALITÉ	Séparation des postes de chef de la direction et de président du conseil
ACTIONS	Pourcentage des actions détenues par les administrateurs par rapport au total d'actions
ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
ALI	American Law Institute
CB	Cours boursier trois mois après la fin d'année fiscale
CEO	Chief Executive Officer
CV	Taille du comité de vérification
CVMO	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
FARGO	Centre de recherche en finance, architecture et gouvernance des organisations
IFRS	International Financial Reporting Standards
INDÉP	Proportion des administrateurs non reliés
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
MTB	Market-to-Book ratio
NACD	National Association of Corporate Directors
NYSE	New York Stock Exchange
RÉM ₁	Pourcentage de la rémunération des administrateurs en fonction des capitaux propres
RÉM ₂	Pourcentage de la rémunération des administrateurs en fonction du nombre d'actions
RÉUNIONS	Fréquence annuelle des réunions du conseil d'administration
ROE	Return on Equity
RPA	Résultat par action
SEC	Securities and Exchange Commission
SÉDAR	Service électronique de données, d'analyse et de recherches
S&P	Standard and Poor's
TAILLE	Taille du conseil d'administration

TSX	Toronto Stock Exchange
TYPE	Type d'actionnariat
VCA	Valeur comptable de l'action
VIF	Variance of Inflation

RÉSUMÉ

La gouvernance corporative est de nos jours un sujet d'actualité. Cela nous a amené à nous intéresser à la question du rôle du conseil d'administration dans les entreprises publiques canadiennes. Nous avons pour cela voulu examiner la pertinence de certaines caractéristiques du conseil d'administration dans la création de valeur pour les actionnaires.

Des quatorze normes de gouvernance en vigueur à la Bourse de Toronto au 31 décembre 2004, nous en avons extrait quelques unes que nous estimons appropriées aux fins de l'étude à savoir la taille du conseil, la fréquence annuelle des réunions, la proportion des administrateurs non reliés et la taille du comité de vérification. Nous avons également tenu compte d'autres informations comme la rémunération des administrateurs et la proportion du capital détenu par ces derniers. Enfin, aux six variables indépendantes faisant l'objet de nos six hypothèses, nous avons ajouté deux variables de contrôle qui sont le type de l'actionnariat et la séparation des postes de chef de la direction et de président du conseil.

Nous avons testé six hypothèses dans un échantillon de cinquante quatre des plus grandes entreprises cotées à la Bourse de Toronto (TSX-60), à l'exception des banques. Notre étude couvre une période quinquennale allant de 2000 à 2004.

Pour opérationnaliser la création de valeur par le conseil d'administration, nous nous sommes servis de deux modèles statistiques qui sont le modèle de la prime de marché dont la variable dépendante est le ratio *market-to-book* et le modèle de la valorisation boursière dont la variable dépendante est le cours boursier en vigueur trois mois après la fin d'exercice fiscal. Dans le premier modèle fondé sur la prime de marché, nos résultats nous indiquent que le pourcentage de la rémunération des administrateurs par rapport aux capitaux propres et le pourcentage des actions détenues sont positivement corrélés à la variable dépendante. La taille du conseil est quant à elle négativement corrélée à la prime de marché. Dans le modèle de la valorisation boursière, nous remarquons également que les trois variables ci-dessus sont statistiquement significatives et ce dans le même sens que le premier modèle. A cela s'ajoutent l'importance des administrateurs non reliés et l'absence de dualité qui sont négativement corrélées au cours boursier.

Cette recherche confirme dans une certaine mesure la véracité des normes de gouvernance et l'intérêt des actionnaires à exiger leur respect par le conseil d'administration. Toutefois, l'importance des administrateurs non reliés devrait être interprétée avec prudence puisqu'elle peut être le reflet de la faiblesse de performance des entreprises durant les années antérieures dont la tendance est de remplacer certains administrateurs reliés par ceux non reliés.

MOTS CLÉS : *Conseil d'administration. Création de valeur. Valorisation boursière. Gouvernance. Prime de marché. Théorie de l'agence.*

INTRODUCTION

Le conseil d'administration est, depuis les scandales financiers de 2001¹, sous les feux des projecteurs de la communauté des investisseurs.

Les autorités politiques n'ont pas traîné à intervenir notamment aux États-Unis (par la promulgation de la *loi Sarbanes-Oxley* de 2002) et au Canada (Promulgation de la loi 198 du Gouvernement de l'Ontario du 9 décembre 2002).

Alors que les décisions de gestion quotidienne sont confiées à la direction de l'entreprise, la loi confie dorénavant des responsabilités importantes au conseil d'administration des entreprises dans le sens d'améliorer la gouvernance corporative. Cette dernière recouvre l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit qui «gouvernent» leur espace discrétionnaire (Charreaux, 1997).

Les investisseurs s'attendent aujourd'hui à voir des conseils d'administration assumant plus de responsabilités, devant être mesurées en termes de création de valeur pour l'entreprise.

Cette attente nous a motivé à analyser les différentes caractéristiques du conseil d'administration de l'entreprise qui pourraient avoir une certaine influence sur sa performance mesurée par la prime de marché ou la valorisation boursière.

Dans ce contexte, notre travail se penchera sur la manière dont le conseil d'administration peut contribuer à la performance corporative.

¹ Le scandale financier le plus spectaculaire est celui du courtier américain, la société ENRON, en décembre 2001 et qui a entraîné dans son sillage la faillite du prestigieux cabinet comptable ARTHUR ANDERSON. La justice américaine a trouvé coupable M. Kenneth Lay, le fondateur d'ENRON. Ce dernier est décédé le 05 juillet 2006 avant de connaître sa sentence.

Notre étude portera sur un échantillon d'entreprises canadiennes non financières, cotées à la Bourse de Toronto pour la période quinquennale de 2000 à 2004.

Pour y arriver, nous avons structuré ce travail en quatre chapitres consacrés respectivement à la revue de la littérature (chapitre I), à la formulation des hypothèses et au cadre méthodologique (chapitre II), à l'analyse descriptive des résultats (chapitre III) et à l'analyse statistique par régression linéaire multiple (chapitre IV). Nous terminerons notre mémoire par une conclusion générale et par la reconnaissance de certaines limites de cette recherche.

CHAPITRE I

REVUE DE LA LITTÉRATURE

Dans ce chapitre, nous allons situer la notion de gouvernance corporative dans une perspective théorique et pratique. Nous parlerons donc successivement des pratiques de gouvernance dans le monde, de la performance économique du conseil d'administration, de ses caractéristiques et des comités spécialisés au sein des organisations.

1.1 Survol des pratiques du conseil d'administration dans le monde

1.1.1 Cadre politique et économique

Charreaux et Pitol-Belin (1990) ont fait un tour d'horizon des pratiques du conseil d'administration dans certains pays industrialisés et ont dégagé certaines caractéristiques distinctives d'un État à l'autre.

En Grande Bretagne, c'est la Banque d'Angleterre qui incita, en 1973, la création d'un organisme dénommé *L'Institutional Shareholder's Committee* invitant les entreprises à moderniser leurs équipements et leurs techniques suite au choc pétrolier de 1973. Ainsi, le *Chairman of the Board of Directors* préside les réunions et doit agir en toutes circonstances en homme de bonne foi et dans l'intérêt de la société tout entière. Le conseil d'administration britannique fonctionne de façon collégiale et il lui est interdit d'user d'informations privilégiées pour en tirer un profit personnel au risque que cela soit considéré comme un délit d'initié.

La France a publié en 1995 un rapport intitulé «Le conseil d'administration des sociétés cotées» portant sur les règles de gouvernance que devraient suivre les sociétés publiques françaises. En 1999, un autre comité présidé par Jean Marc Viennot a émis 35 recommandations ayant trait notamment à la divulgation des rémunérations des dirigeants des sociétés cotées. De plus, le conseil d'administration doit examiner périodiquement sa composition, son organisation et son fonctionnement. Alors que les dirigeants des sociétés ont l'obligation de fournir au conseil d'administration l'information dont il a besoin pour son bon fonctionnement, les administrateurs doivent également demander toute l'information qu'ils estiment être utile à leur mission.

Au Japon, le Président- Directeur Général est la personne la plus importante de la société. La particularité est que le conseil d'administration japonais est plutôt comparable à une sorte de comité de direction élargi aux principaux cadres de la société. Les actionnaires disposent de peu d'influence car tout le pouvoir de décision appartient à la direction. Le contrôle des actionnaires se fait de façon informelle même s'ils fixent une rémunération globale du conseil d'administration et élisent un vérificateur externe.

En Inde, le «Rapport sur la gouvernance coopérative désirable par la confédération de l'industrie indienne» a prescrit qu'au moins 30% du conseil d'administration doit être composé d'administrateurs externes, sauf si le président du conseil d'administration est en même temps chef de la direction, auquel cas cette fraction d'administrateurs externes est portée à 50%.

En Australie, le rapport Bosch a été adopté en 1995 sur les pratiques et code de conduite des entreprises. Ce rapport prescrit que la majorité des administrateurs doit être composée de personnes externes et qu'au moins un tiers doit être indépendant.

Sur le continent africain, c'est l'Afrique du Sud qui a donné le ton des pratiques du conseil d'administration. En effet, c'est en 1994 que le rapport du comité royal sur la gouvernance corporative a recommandé que les entreprises publiques aient au moins deux administrateurs externes et un nombre égal d'administrateurs internes et externes.

Aux États-Unis, la *New York Stock Exchange* (NYSE) a proposé à la *Securities Exchange Commission* (SEC) une série de recommandations afin de rendre plus efficace le travail du conseil d'administration des entreprises cotées. Ces recommandations peuvent être résumées comme suit : Une plus grande indépendance du conseil d'administration par rapport à la direction, une évaluation annuelle de la performance du conseil d'administration et des comités, la mise sur pied d'un président du conseil d'administration indépendant et l'adoption d'un code de déontologie pour les hauts dirigeants (Finet, 2005).

Alors qu'au Canada le rapport Saucier (2001), dont il sera question plus loin, ne précise pas la notion d'indépendance, les États-Unis l'ont mieux affinée. Précédemment, on entendait par administrateur indépendant une personne qui, de l'avis du conseil d'administration, n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement. Aujourd'hui, on entend par administrateur indépendant toute personne qui n'a aucun lien important avec l'entreprise. De plus, chaque administrateur doit posséder un minimum de formation en gestion des affaires, c'est-à-dire qu'il doit détenir des connaissances de base en comptabilité, finance, stratégie et marketing, ceci afin de voter en connaissance de cause.

Au Canada, le comité Saucier de 2001, à la demande de la Bourse de Toronto et l'institut canadien des comptables agréés, a émis un rapport contenant quinze recommandations dont quatorze ont été officialisées par les autorités. Nous nous sommes intéressé spécialement à certaines d'entre elles car notre échantillon sera composé de sociétés canadiennes.

S'agissant du conseil d'administration dans son ensemble, ledit rapport s'inspire fortement des recommandations de la NYSE. Ainsi, le conseil d'administration complet doit s'engager dans un processus disciplinaire pour déterminer les opportunités et risques que l'entreprise affronte. Il devrait être responsable de la contribution au développement d'une direction stratégique et de l'approbation d'un plan stratégique. Il doit par ailleurs surveiller et superviser le système de gestion des risques implanté par la direction.

S'agissant particulièrement du comité de vérification, le comité Saucier en fait un pilier important dans la bonne gouvernance en formulant certaines recommandations quant à sa

composition et son fonctionnement. Ainsi, le comité de vérification devrait être composé exclusivement d'administrateurs externes «non reliés». De plus, tous les membres du comité de vérification doivent avoir une bonne formation en finance et au moins un d'eux devrait avoir une expertise en finance et en comptabilité. Au 31 décembre 2004 cependant, cette recommandation n'était pas encore en vigueur à la Bourse de Toronto.

De plus, le comité de vérification devrait affirmer explicitement que le vérificateur externe est responsable devant le conseil d'administration et devant lui en tant que représentant des actionnaires. Ici, on pourrait douter du pouvoir de nomination des actionnaires. Ainsi, Abdel-Khalik (2002) constate que la prémisse selon laquelle les actionnaires élisent les vérificateurs est la plus grande illusion du système de gouvernance. Il propose donc une nouvelle structure (la *Shareholders' Board of Trustees*) qui donnerait aux actionnaires un moyen direct pour décider quant au choix des administrateurs et à leur rémunération. On donnerait à ce nouvel organe la responsabilité de sélectionner, retenir et rémunérer les vérificateurs externes. Ce nouvel organe serait un agent indépendant des actionnaires dont l'élection pourrait être administrée par la Bourse, moyennant paiement. Enfin, le comité de vérification devrait périodiquement questionner la direction sur les besoins et le fonctionnement du service de vérification interne.

1.1.2 Responsabilités du conseil d'administration

Aux États-Unis, la gouvernance corporative prend forme avec l'ouvrage de Berle et Means (1932) qui fait suite à la crise économique de 1929. Dans cet ouvrage, les auteurs recommandent de codifier les pratiques managériales et capitalistes. Ces auteurs ont développé la thèse de la convergence des intérêts selon laquelle plus le capital détenu par les dirigeants est important, plus l'écart par rapport à l'objectif de maximisation de la valeur est faible.

L'*American Law Institute* (ALI)² a élaboré les *Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations* dans lesquels le conseil d'administration est l'organe suprême et permanent de l'entreprise.

Selon Shleifer et Vishny (1997), la gouvernance corporative porte principalement sur les moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux peuvent s'assurer de la rentabilité de leurs investissements.

D'un point de vue strictement financier, la finalité de toute entité économique est de créer de la valeur, c'est-à-dire d'être capable de réaliser des investissements dont le taux de rentabilité dégagé est supérieur à celui exigé compte tenu du risque. Pour que l'on puisse mesurer la création de valeur, il faut que les méthodes comptables utilisées soient les mêmes sur la période utilisée et que les risques d'activités et la structure financière soient également les mêmes.

La pérennité de l'entreprise dépend de la manière dont le processus de création et de partage de la rente organisationnelle incite les parties prenantes de l'entreprise à développer leurs intérêts spécifiques (Charreaux, 2005). Selon le même auteur, créer de la valeur signifie que l'organisation parvient, par la combinaison des ressources, à produire une rente organisationnelle égale à la différence entre la valeur des produits ou des services offerts par l'organisation et les coûts d'opportunité des ressources, quelle que soit leur nature.

Nous pouvons analyser la double mission du conseil d'administration autour de la notion de valeur. En effet, en tant qu'organe contrôleur, le conseil d'administration a une fonction de protection de la valeur, alors qu'en tant qu'organe stratégie, il doit remplir un rôle pro-actif dans la création de valeur.

L'*American Institute of Directors*³ attribue au conseil d'administration quatre domaines clés. Ainsi, le conseil d'administration doit établir la vision et les valeurs promues à travers l'entreprise en déterminant et en révisant ses buts et politiques. De plus, il doit implanter la

² Ces principes ont été publiés en 2004. Le document est disponible sur le site web www.ali.org/

³ Information tirée du site web www.iod.com de l'*American Institute of Directors*.

stratégie et la structure appropriées en évaluant et en révisant d'une part les opportunités, les menaces et les risques de l'environnement externe, et d'autre part les forces et les faiblesses de l'entreprise. Le conseil d'administration doit déléguer par ailleurs à la direction l'autorité de gérer et évaluer l'implantation des politiques, stratégies et plans d'affaires. Il lui faut également déterminer les critères de surveillance de la direction, tout en s'assurant de l'efficacité du système de contrôle interne. Enfin, le conseil d'administration doit exercer sa responsabilité envers les actionnaires et les autres parties intéressées en assurant notamment une communication efficace avec toutes les parties intéressées.

Epstein et Roy (2002) attribuent au conseil d'administration trois catégories de devoirs : Le devoir de diligence, le devoir de loyauté et le devoir de conformité. Le devoir de diligence correspond à la prudence et aux compétences de chaque administrateur au moment de prendre une décision d'affaires. Le devoir de loyauté correspond quant à lui au fait que les administrateurs doivent subordonner leurs intérêts personnels à ceux de l'entreprise pour éviter tout conflit d'intérêt. Enfin, le devoir de conformité traduit l'obligation qu'ont les administrateurs de respecter les lois et de s'assurer qu'il en est ainsi pour leur entreprise.

On peut donc affirmer que le principal devoir du conseil d'administration est de promouvoir les intérêts à long terme de l'entreprise. En clair, ceci veut dire que le conseil d'administration a la responsabilité fondamentale de surveiller l'orientation stratégique et la gestion des risques puisqu'il est par définition le gardien de l'élaboration et de la mise en œuvre de la mission, des valeurs et de la stratégie de la société.

Par ailleurs, Epstein et Palepu (1999) ont conclu que le rôle du conseil d'administration est controversé dans la mesure où 87% des analystes croient que les conseils d'administration défendent bien les intérêts des dirigeants et 8% disent que les administrateurs défendent bien ceux des actionnaires. Ce résultat est pour le moins étonnant car on s'attendrait à avoir des proportions inverses puisque fondamentalement, le conseil d'administration est choisi par les actionnaires dans le but que les intérêts de ces derniers soient défendus.

Il y a trois décennies déjà, Mace (1976) cité par Charreaux et Pitol-Belin (1990) avait rédigé la charte des devoirs et des responsabilités du conseil d'administration. C'est cette charte qui a inspiré les trois catégories de devoirs formulées ci-haut par Epstein et Roy (2002).

Crowford (2005)⁴ propose quant à lui une définition de la gouvernance d'entreprise efficace : «la gouvernance créatrice de valeur», grâce à des administrateurs capables de réfléchir, de s'exprimer en toute indépendance, qui ont un sens aigu des affaires et qui, de surcroît, veillent aux intérêts des actionnaires. Il est intéressant de noter que la loi 198 du Gouvernement provincial de l'Ontario⁵ va dans ce sens.

1.2 Performance du conseil d'administration

1.2.1 Processus de prise de décision et modèles de conseil d'administration

Scherrer (2003) a étudié comment les administrateurs devraient participer dans le processus de prise de décisions stratégiques. Ces dernières sont basées sur les changements de marché et les plans à court terme qui sont générés pour accomplir des buts immédiats. L'auteur pense que c'est au moment de l'élaboration des plans à court terme que les administrateurs ont besoin de revoir les décisions stratégiques. Ceci leur permet de s'assurer que les objectifs immédiats et à court terme sont alignés avec les décisions qui ont été prises pour assurer le succès de l'entreprise à long terme. Au sujet de la présence des administrateurs internes par rapport aux externes, l'auteur conclut que la domination du conseil d'administration par les membres de la direction conduit à la collusion et au transfert de la richesse des actionnaires aux dirigeants et aux employés clés en tant que membres du conseil d'administration.

Davies (2002) s'est penché sur le modèle d'un conseil d'administration ayant un certain leadership et a analysé quelles devraient être ses caractéristiques. Il oppose, dans un premier temps, le conseil d'administration «chien de garde» (qui remplit la fonction

⁴ Avocat canadien chez Osler, Hoskin et Harcourt, s.r.l., cité dans Biggs et Colmans, *La réforme du conseil: Création de valeur ou surveillance*, CMA Magazine, dernier numéro, 2005, p. 2.

⁵ Cette loi est le pendant canadien de la Sarbanes-Oxley Act (2002) des États-Unis.

classique de surveillance de la direction pour le compte des actionnaires) et le *leadership model* du conseil d'administration. Ce dernier exige que le conseil d'administration façonne la formulation de la stratégie dans le but de sauvegarder les intérêts des actionnaires. En effet, pense l'auteur, un conseil d'administration impliqué aide la direction à éviter des erreurs. De plus, le rôle des *challenger boards* est de formuler une vision, une mission et une direction stratégique pour l'entreprise que les actionnaires et autres *stakeholders* pourront partager et supporter.

L'auteur recommande de modifier la loi pour qu'on donne au conseil d'administration le devoir de leadership stratégique pour couvrir toute la stratégie de la formulation à l'évaluation. Il propose également de mettre en place un *scrutiny committee* pour faire une évaluation annuelle de la performance de l'entreprise et les effets du plan stratégique sur la performance.

Pearce et Zahra (1992) ont identifié quatre grands groupes de conseils d'administration qui sont :

- 1 Les conseils d'administration dominants (*proactive boards*) où le rapport de force est en faveur des administrateurs et qui déterminent les orientations stratégiques.
- 2 Les conseils d'administration participatifs (*participative boards*) où les dirigeants dominent mais les administrateurs gardent un rôle déterminant dans l'élaboration de la stratégie.
- 3 Les conseils d'administration contrôleurs (*caretaker boards*) dont le rôle reste limité au contrôle avec une présence de dirigeants dominés.
- 4 Les conseils d'administration formels (*statutory boards*), peu actifs et caractérisés par une domination des dirigeants.

1.2.2 Conditions de performance du conseil d'administration

Epstein et Roy (2002) proposent une lecture pratique d'une performance supérieure du conseil d'administration. Partant des intrants essentiels (indépendance, éthique et diligence), ils examinent le processus (structure de comités, réunions productives, systèmes

efficaces d'évaluation de la performance, accès à l'information voulue, système efficace de la planification de la relève, bon système de communication et d'information) qui mène aux extrants et résultats, à savoir le tableau de bord équilibré comme outil d'amélioration de la performance du conseil d'administration.

Selon les mêmes auteurs, ce tableau de bord comprendrait quatre axes: l'axe financier, l'axe des *stakeholders*, l'axe des processus internes et l'axe de l'apprentissage organisationnel. Alors que l'axe financier inclut la rentabilité à court et long terme, l'axe des *stakeholders* exige notamment une reddition des comptes de grande qualité pour une meilleure information. De son côté, l'axe des processus internes s'intéresse notamment au système de contrôle interne, au plan stratégique et au fonctionnement efficace du conseil d'administration. Enfin, l'axe de l'apprentissage organisationnel exige du conseil d'administration de se concentrer sur la planification de la relève du chef de la direction et des hauts dirigeants et de la formation continue des administrateurs.

Ici, il est intéressant de souligner que le conseil d'administration et le chef de la direction visent le même objectif de création de valeur pour les actionnaires, mais leurs rôles restent tout-à-fait distincts. Alors que la direction est chargée d'élaborer et d'exécuter le plan stratégique de l'entreprise à long terme, le conseil d'administration est plutôt chargé d'examiner et d'avaliser ledit plan qui tient nécessairement compte des objectifs financiers et opérationnels.

Fried et al. (1998) ont identifié quatre conditions essentielles pour un conseil d'administration performant. L'existence d'un leadership du conseil d'administration en provenance de l'extérieur et d'un chef de la direction qui comprend le rôle du conseil d'administration est primordiale à la construction d'une culture d'une saine gouvernance. De plus, les membres indépendants doivent fournir une orientation appropriée, des expériences et compétences diversifiées. Enfin, des réunions régulières des administrateurs externes sans la présence des dirigeants de l'entreprise sont fortement recommandées.

Il serait très bénéfique pour l'entreprise de choisir les «bons administrateurs». Ainsi, un conseil d'administration devrait s'engager dans un processus tendant à déterminer les

compétences et les qualités personnelles qu'on devrait retrouver chez les futurs administrateurs qui «créent de la valeur» pour l'entreprise. De plus, l'entreprise devrait procéder régulièrement à l'évaluation de l'efficacité du conseil d'administration et de la contribution individuelle dans l'amélioration des pratiques de gouvernance. En fait, le système d'information du conseil d'administration doit permettre d'évaluer la performance globale de l'entreprise, celle du chef de la direction et de leur propre performance en évaluant les éléments relatifs à chacun des administrateurs.

1.2.3 Responsabilité du chef du conseil d'administration indépendant

Le comité Saucier a recommandé dans son rapport de novembre 2001 que les conseils d'administration des sociétés canadiennes soient présidés par un administrateur ne faisant pas partie de la direction. Le rôle du président du conseil d'administration devient prépondérant puisque ce dernier doit être responsable devant le conseil d'administration entier pour s'assurer de l'évaluation du chef de la direction. Par ailleurs, ce rapport établit clairement que l'objectif de la bonne gouvernance est de promouvoir des entreprises solides, viables et compétitives. Ainsi, le conseil d'administration devrait avoir la capacité et l'indépendance nécessaires par rapport à la direction pour remplir leurs responsabilités. Cependant, cette proposition n'était pas encore en vigueur au 31 décembre 2004.⁶

Aux États-Unis, la *National Association of Corporate Directors* (NACD, 2002) recommande également que toutes les sociétés américaines cotées soient dotées d'un administrateur indépendant comme président du conseil d'administration.

1.2.4 Théorie de l'agence et performance du conseil d'administration

Parmi les différentes théories, nous nous intéressons en particulier à celle de l'agence. Cette dernière trouve ses racines avec Adam Smith (1776)⁷, considéré comme le fondateur de la

⁶ Nous avons considéré dans notre étude la réglementation en vigueur durant la période de 2000 à 2004.

⁷ Charreaux, *Le gouvernement des entreprises: Corporate Governance, théories et faits*, Paris : Éditions Économica, 1997, p. 168.

science économique puisqu'il a décelé déjà à son époque l'existence des relations d'agence dans les sociétés de capitaux.

Pour la théorie d'agence, le conseil d'administration est sensé jouer un rôle central dans la vie des organisations en général et par rapport aux diverses parties prenantes . De plus, cette théorie se place dans le contexte d'une vision contractuelle de l'organisation, considérée comme une fiction légale, un ensemble de contrats implicites ou explicites régissant les relations aussi bien aux agents internes à l'organisation qu'entre ceux-ci et les tiers. Dans un contexte concurrentiel dans lequel les organisations sont contraintes de se définir, l'entité qui survit est celle qui permet de minimiser les coûts de fonctionnement et par conséquent les coûts d'agence puisque l'entité est définie sous forme de nœud de contrats.

Le conseil d'administration a pour tâche principale de gérer la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants. Sa composition doit donc permettre une gestion efficace, en travaillant notamment en toute indépendance.

A proprement parler, la théorie d'agence a été introduite en finance corporative par Jensen et Meckling (1976). Ces deux auteurs donnent une définition plus générale de la relation d'agence : «Un contrat par lequel une ou plusieurs personnes ont recours aux services d'une autre personne pour accomplir en leur nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle».⁸

Ici, il faudrait noter cependant que la relation agent/principal est réversible dans le sens que dans une relation de travail, par exemple, l'entrepreneur peut être considéré comme le principal et l'employé son agent si l'on tient compte de la relation d'autorité. De l'autre côté, l'employé peut être considéré comme le principal pendant que l'entreprise est son agent si l'on reconnaît que le premier confie au second son capital humain. On admet généralement qu'il existe deux conditions pour l'application de la relation d'agence : L'existence d'un univers incertain et de l'asymétrie de l'information ainsi que la maximisation de la fonction d'utilité par les agents économiques. Cette situation entraîne généralement trois principaux coûts d'agence: Les coûts de contrôle supportés par le

⁸ Il s'agit de notre traduction libre.

principal, les coûts de dédouanement supportés par l'agent et les coûts résiduels (appelés également coûts d'opportunité) qui sont supportés aussi par le principal.

La théorie de l'agence suppose un ensemble d'hypothèses à savoir:

- 1 L'individu est rationnel, astucieux et créateur. Il tente donc de maximiser ses intérêts.
- 2 L'individu est opportuniste. Il est donc prêt à utiliser la ruse, le mensonge et la manipulation pour maximiser son utilité.
- 3 Il existe une asymétrie de l'information entre les contractants et chacun essaie d'en profiter. Pour cela, les agents établissent des clauses définissant la portée de leur relation.
- 4 La propriété et la gestion au sein de l'entreprise ne sont pas entre les mains d'une seule personne (Jensen et Meckling, 1976).

Dans son rôle de gestion des relations d'agence, on admet généralement que le conseil d'administration dispose de deux piliers : la détermination du salaire des dirigeants et le pouvoir de révocation.

En fait, cette théorie comporte quatre blocs constitutifs à savoir :

- Un modèle du comportement humain dont le rôle est de présenter les déterminants du comportement des individus constituant les organisations. Ce modèle propose entre autres que les individus se préoccupent de ce qui est source d'utilité ou désutilité.
- Les coûts liés au transfert de la connaissance, puisque l'utilisation des connaissances des individus conduit à une meilleure prise de décisions des membres d'une organisation. La connaissance joue en effet un rôle très important dans la performance organisationnelle.
- Les coûts d'agence qui découlent de conflits d'intérêts et de la relation d'agence au sein des organisations. Ici, l'organisation est d'abord vue comme «un nœud de contrats» dont le conseil d'administration sert à gérer aussi bien les relations entre

les actionnaires (le principal) et les dirigeants (l'agent) que celles entre créanciers et actionnaires.

- Les règles du jeu organisationnelles et des marchés. En effet, sur un marché, la décision est souvent concrétisée par une transaction exprimée en prix faisant suite à un échange volontaire (Jensen, 1993).

Il est généralement admis que les mécanismes de contrôle contribuent à discipliner les dirigeants et à les contraindre à agir dans l'intérêt des actionnaires. C'est à partir des prestations du conseil d'administration que l'on pourra analyser sa performance en se basant sur certaines de ses caractéristiques.

1.3 Caractéristiques du conseil d'administration

1.3.1 Conseil d'administration stratégique

La théorie du changement stratégique est l'œuvre de Fredrickson et Westphal (2001) qui ont voulu savoir qui dirige réellement le changement stratégique de l'entreprise. Ces auteurs ont analysé la manière dont le changement stratégique est conduit. Ils développent une «théorie du changement stratégique» en affirmant que les stratégies corporatives conduisent au développement de croyances et d'idéologies au sein de l'organisation, à leur niveau d'analyse et qui justifient ou valident les décisions prises. Dans cette théorie, les auteurs conçoivent un changement dans la stratégie corporative qui reflète la stratégie des entreprises d'origine des administrateurs, c'est-à-dire les entreprises où ils siègent comme dirigeants.

Pour que le conseil d'administration influence le changement stratégique, il faut que l'événement de succession du chef de la direction soit une belle opportunité pour le conseil d'administration afin d'initier un changement. Le candidat sélectionné est généralement une personne ayant une expérience dans la stratégie favorisée par le conseil d'administration. De plus, les préférences stratégiques du conseil d'administration sont influencées par leurs préjugés et expériences antérieures à la stratégie corporative. L'expérience individuelle de chaque administrateur est pondérée par la durée du mandat à la direction de son entreprise

d'origine. En conclusion, les auteurs sont d'avis que le conseil d'administration peut initier ou influencer la stratégie corporative, et ce au delà des simples formulations des décisions stratégiques.

Golden et Zajac (2001) se sont intéressés sur la façon dont le conseil d'administration peut influencer la stratégie. Ils se sont posés la question de savoir si le conseil d'administration pousse, empêche ou n'a aucun effet sur le changement stratégique. Ils ont trouvé que la composition démographique du conseil d'administration pousse à la participation de la stratégie corporative. De plus, la relation entre la taille et le changement stratégique est positive dans la plupart des entreprises de l'échantillon. Enfin, une faible performance antérieure stimule le changement stratégique mais cet effet est plus solide pour les entreprises ayant un conseil d'administration réellement indépendant de la direction.

1.3.2 Taille du conseil d'administration

En matière de taille du conseil d'administration, il y a deux courants de pensée : le premier soutient les conseils d'administration dits larges alors que le second soutient les conseils d'administration dits petits.

Dans le premier cas, Alexander et al. (1993) fondent leur soutien sur la théorie de la dépendance des ressources car disent-ils, la taille devrait être une mesure de la capacité d'une organisation à former des liens environnementaux pour sécuriser les ressources critiques. Le sens de la relation est donc positif car plus on a besoin de liens externes, plus le conseil d'administration devrait être large. Dans ce sens, les CEO qui ont une grande expérience sont bien indiqués pour devenir membres du conseil d'administration. Ainsi, plus le conseil d'administration contient de membres CEO (provenant d'autres entreprises), plus il devrait offrir des conseils avisés.

S'agissant de la deuxième alternative, Jensen (1993) est d'avis qu'au delà de sept à huit membres, le conseil d'administration est moins enclin à fonctionner effectivement et devient, à contrario, plus facile à être contrôlé par le CEO. Dans cette perspective, les partisans de la petite taille (Goodstein et al, 1994) affirment que les grands conseils

d'administration sont moins participatifs, moins cohésifs et moins capables d'atteindre le consensus. Mais, de notre point de vue, le fait de ne pas atteindre facilement le consensus peut être bénéfique à l'entreprise concernée. En effet, une telle situation suppose que le conseil d'administration analyse des questions complexes qui demandent certains compromis entre les membres dudit conseil et ce dans l'intérêt des actionnaires.

Dalton et al. (1999) affirment que la littérature comptable à ce sujet est partagée mais que la réduction de la taille du conseil d'administration est devenue une priorité dans la communauté des investisseurs, en particulier pour les entreprises traversant une situation financière difficile.

Eisenberg et al. (1998) ont exploré la relation existant entre la taille du conseil d'administration et la décroissance de la valeur de la firme dans les petites entreprises. Se basant sur un échantillon d'entreprises finlandaises, ces auteurs ont constaté qu'il y a une relation négative entre la taille et la rentabilité dans les entreprises ayant de petits conseils d'administration. La présence de l'effet de taille dans les petites et moyennes entreprises avec de petits conseils d'administration montre que les effets de la taille du conseil d'administration peuvent exister même s'il y a une plus faible séparation de la propriété et du contrôle que dans les grandes firmes. Suite aux problèmes de communication et de coordination, les entreprises voudront implanter des structures sous-optimales du conseil d'administration. Enfin, les propriétaires ayant investi dans une firme particulière préféreront une composition du conseil d'administration associée à des prises de décision soignées alors que les investisseurs diversifiés choisiront des structures du conseil d'administration ayant une politique agressive.

Pfeffer (1972) considère que les organisations qui s'écartent trop de la structure optimale du conseil d'administration ont tendance à peu performer ou performent faiblement si on les compare à leur secteur d'activités.

1.3.3 Indépendance du conseil d'administration

Beetsma et al. (2000) donnent un autre point de vue sur le paradoxe du rôle du conseil d'administration. Ces auteurs partent du constat sur la diversité quant à l'exercice du rôle du conseil d'administration. En effet, dans le système anglo-saxon, le pouvoir ultime dans les entreprises reste aux mains des actionnaires. Aux Pays-Bas et en Allemagne par contre, on trouve une séparation nette entre la direction et le conseil d'administration, ce qui implique que ce dernier agit de façon autonome des actionnaires, ce qui prive ces derniers d'un pouvoir de contrôle lorsqu'ils sont considérés individuellement. Cependant, pris collectivement, les actionnaires sont très souvent représentés au conseil d'administration par d'autres actionnaires ou par eux-mêmes.

Des études antérieures qui ont utilisé des mesures de marché (Bhagat et Black, 2000) n'ont trouvé aucun lien entre la composition du conseil d'administration et la performance corporative. En utilisant les mesures comptables (Bhagat et Black, 2000) ou en utilisant le Q de Tobin⁹ (Hermalin et Weisbach, 1991), les résultats restent les mêmes, c'est-à-dire qu'ils ne dégagent aucune relation significative.

D'autres recherches ont confirmé l'importance que le marché donne à la nomination des administrateurs externes au conseil d'administration. Ainsi, Linn et Park (2005) ont noté que le prix des actions répond plus favorablement aux annonces de nominations lorsque le pourcentage de l'actionnariat des administrateurs est faible et que la personne nommée possède de grands incitatifs au *monitoring*. Ce résultat confirme celui de Rosenstein et Wyatt (1990) qui ont noté une réaction positive du prix de l'action lorsqu'il y a annonce de la nomination d'un administrateur externe sur le conseil d'administration, ce qui suppose un effet bénéfique sur le *monitoring* de l'administrateur.

⁹ Le Q de Tobin est donné par la formule Valeur de marché de la firme /valeur des actifs. Sous l'hypothèse d'efficience du marché boursier, la valeur de marché d'une firme est égale à la somme actualisée de ses flux de profit futurs. Lorsque Q est supérieur à 1, il y a anticipation par le marché de la rentabilité de l'investissement au-delà de son coût. Dans le cas inverse, le marché anticipe une rentabilité de l'investissement inférieure à son coût.

La question de l'indépendance du conseil d'administration a fait couler beaucoup d'encre au sujet de sa pertinence. Mizruchi (1983) affirme que malgré la controverse entourant le conseil d'administration, ce dernier reste le centre ultime de contrôle qui peut varier selon la performance relative de la compagnie. Normalement, lorsque la performance corporative n'est pas en mesure de rencontrer les attentes du conseil d'administration, le CEO doit être révoqué.

La théorie de l'hégémonie managériale (Koskin, 1990) va dans ce sens et affirme que le conseil d'administration est faible et inefficace dans sa mission de supervision de la direction et de représentation des intérêts des actionnaires. Cette théorie s'oppose à celle de l'agence (Jensen et Meckling, 1976).

Klein (1998) a remarqué qu'en 1992, la taille moyenne des conseils d'administration était de 12 à 13 avec une majorité d'externes (58% en 1992 et 58.7% en 1993). Cet auteur n'a cependant trouvé aucune relation systématique entre la performance de la firme et la composition du conseil d'administration, lorsque les administrateurs sont répartis en internes, externes et affiliés.

1.4. Rôle des comités spécialisés

La plupart des sociétés cotées comprennent trois à quatre comités techniques. La mise en place de ces comités est rendue obligatoire par les normes de gouvernance.

Au Canada, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) exigent la mise en place des comités suivants : le comité de vérification, le comité de nominations et le comité de rémunération. D'autres comités facultatifs peuvent s'y ajouter. Nous pouvons citer le comité de l'environnement, le comité de la santé et de la sécurité au travail, le comité des finances, etc.

1.4.1 Comité de vérification

La *Sarbanes-Oxley Act* (2002), dans sa section 301, exige des sociétés américaines cotées que leur comité de vérification soit directement responsable de la nomination, de la

rémunération et la supervision du travail du vérificateur externe, incluant la résolution des malentendus entre la direction et les vérificateurs. Ces derniers doivent rendre compte directement audit comité.

Le comité de vérification est généralement chargé d'animer l'ensemble des contrôles internes et externes et doit collaborer étroitement avec les services concernés et le vérificateur externe. Un rapport est soumis au président du conseil d'administration et au directeur financier pour valider les choix comptables faits par l'entreprise. De plus, les membres du comité de vérification doivent être indépendants, c'est-à-dire qu'ils ne doivent pas recevoir d'honoraires de consultation, conseils ou autres ni être affiliés à la société au sein de laquelle ils siègent comme administrateurs. Le comité de vérification doit établir des procédures pour recevoir et répondre aux plaintes relatives aux systèmes d'information comptable ou de vérification même si elles sont anonymes ou provenant des employés. Ces plaintes peuvent concerner la comptabilité, le contrôle interne ou la vérification. Il doit par ailleurs être autorisé à retenir des conseils indépendants ou autres si nécessaire. Enfin, la société doit fournir les fonds appropriés tels que déterminés par le comité de vérification pour rémunérer les vérificateurs externes ou les autres experts retenus par ledit comité.

Epstein et Roy (2002) placent les responsabilités du comité de vérification dans le contexte général du fonctionnement du conseil d'administration. Ainsi, le conseil d'administration est responsable de la mise en place des contrôles internes et de l'évaluation des risques en insistant notamment sur l'intégrité des contrôles internes entourant ce processus d'évaluation. Dans le processus de vérification interne et externe, le comité de vérification a pour tâche de sélectionner le vérificateur externe tout en s'assurant de l'indépendance de ce dernier.

Au sujet de l'information financière, le comité de vérification doit participer à la préparation du rapport annuel. Concernant la conformité aux lois, le comité de vérification doit aider dans l'amélioration de l'information, ce qui a pour conséquence d'aider la société à mieux rendre compte et à contribuer à sa juste évaluation, quelle que soit sa situation financière.

On comprend donc que les règles de gouvernance deviennent plus rigoureuses dans le but de protéger les investisseurs qui n'ont pas accès aux informations internes de l'entreprise. En effet, en plus des obligations ci-dessus, le comité de vérification aide le conseil d'administration à assurer l'intégrité des états financiers de la société, la conformité aux exigences légales et réglementaires, les qualifications et l'indépendance des vérificateurs et, enfin, la performance de la fonction de vérification interne.

La loi américaine insiste désormais sur les procédures de contrôle interne qui doivent être de la responsabilité du comité de vérification.

De leur côté, les principales bourses du monde ont des règles spécifiques de gouvernance qui s'appliquent aux sociétés qui y sont cotées. A titre d'exemple, la NYSE a décidé qu'un administrateur indépendant est celui qui n'a aucune relation matérielle avec la société cotée, directement ou comme partenaire, actionnaire ou officier d'une organisation qui est en relation d'affaires avec la société. Au Canada, le rapport Saucier (2001), dont il est question ci-dessus, suggère qu'il y ait coordination et communication entre les comités de vérification des sociétés-mères et des filiales. Il devrait donc y avoir une appréciation commune de l'environnement culturel et de contrôle de chaque pays dans lequel sont implantées les entités afin de partager l'information.

De plus, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) est d'avis que les administrateurs siégeant au comité de vérification doivent assumer une plus grande responsabilité puisqu'ils sont mieux placés pour comprendre et maîtriser les affaires de la société dans les moindres détails.

Alors que les règles américaines exigent la divulgation de la charte du comité de vérification avec un rapport annuel aux actionnaires, les règles canadiennes n'ont pas une telle exigence. Même si elles avaient une telle exigence, Biggs et Colman (2005b) notent que les lois et les règles de gouvernance sont inutiles si on ne peut pas les faire appliquer.

1.4.2 Comité de nominations

Le comité de nominations, comme les autres comités du conseil d'administration, est devenu obligatoire pour toutes les sociétés cotées en bourse aussi bien selon la loi américaine que selon la loi canadienne. Le rôle principal de ce comité est de proposer des candidats aux différents postes du conseil d'administration tout en veillant à la prise de décisions en matière de gouvernance corporative sans oublier la façon dont la haute direction s'acquitte de son obligation de rendre compte.

Certains auteurs comme Dean (1998) affirment que le comité de nominations est le plus important de tous les comités que compte le conseil d'administration. En effet, selon cet auteur, le comité de nominations sert à identifier, prioriser, recruter et orienter les nouveaux membres du conseil d'administration.

En outre, compte tenu du souci majeur de la continuité d'exploitation des entreprises, le comité de nominations s'occupe spécialement de la relève de la haute direction. Il s'occupe aussi de la définition des fonctions de divers comités, du conseil d'administration lui-même et de la performance de la haute direction. De plus en plus, l'évaluation de la performance de chaque administrateur prend de l'importance pour s'assurer qu'individuellement chacun fait sa part aussi bien dans le fonctionnement du conseil d'administration que dans la préparation des réunions, le nombre des visites dans les établissements de l'entreprise, le niveau des compétences, etc.

Idéalement, l'évaluation du chef de la direction tiendra compte de sa capacité de mettre en œuvre des systèmes de gestion de risques efficaces et d'en assurer le suivi. De plus, le conseil canadien des chefs d'entreprises¹⁰ est d'avis que la mise en œuvre d'un système d'information plus efficace qui produira des états financiers conformes aux besoins des intéressés et des contrôles internes de soutien font également partie des objectifs importants du chef de la direction.

¹⁰ Le Conseil canadien des chefs d'entreprises est la principale organisation des chefs d'entreprises au Canada dont le mandat a trait au développement et aux solutions en matière de politiques publiques.

Borokhovich et al. (1996) ont trouvé qu'il existe une relation positive entre le pourcentage d'administrateurs externes et la probabilité qu'un administrateur externe soit nommé chef de la direction dans la mesure où un administrateur externe tend à considérer plus largement les candidats externes que les candidats internes. Cette conclusion confirme le fait que le marché voit d'un bon œil la nomination d'un administrateur externe plutôt qu'un interne, surtout quand le chef de la direction semble vouloir changer les politiques de l'entreprise dans le sens qui peut avantager les actionnaires.

S'il est vrai que le CEO (*chief executive officer*) typique passe plus de huit ans à ce poste, il ne faut pas oublier que les administrateurs internes vont tout faire pour s'opposer aux administrateurs externes pour plusieurs raisons. Certains auteurs pensent notamment au fait que les administrateurs internes veulent promouvoir leur propre candidature ou défendre les politiques déjà implantées ou alors veulent protéger leur poste.

Beetsma et al (2000), se basant sur un échantillon d'entreprises allemandes et hollandaises ont remarqué que lorsque la performance financière est mauvaise, l'entreprise est tentée de renvoyer le CEO. Cependant, dans l'intérêt des actionnaires dont l'objectif des dirigeants est la maximisation de leur richesse, il peut être intéressant pour eux de ne pas renvoyer le chef de la direction. En effet, avant que le conseil d'administration ne prenne sa décision finale, le CEO peut convaincre le comité de rémunération de considérer le montant élevé des indemnités à lui accorder en cas de son renvoi. Dans cette situation, la collusion entre administrateurs et dirigeants peut ne pas nuire aux intérêts des actionnaires.

De leur côté, Conyon et Peck (1988), dans une étude sur les entreprises britanniques, ont voulu détecter une relation éventuelle entre le conseil d'administration, le comité de rémunération et le salaire de la haute direction. Ils ont remarqué que la rémunération de la direction et la performance de la compagnie sont plus alignées lorsqu'il y a une proportion élevée d'administrateurs externes sur le comité de rémunération. Par surprise cependant, lorsque le CEO est en même temps président du conseil d'administration, cette dualité ne capte pas complètement le pouvoir du chef de la direction dans l'établissement de sa rémunération.

Hermalin et Weisbach (1991) ont identifié les facteurs qui conduisent au changement au sein des administrateurs. Dans les entreprises ayant fait l'objet de la recherche, il est démontré que lorsque le chef de la direction (CEO) approche de la retraite, un certain nombre de hauts cadres commencent à rejoindre les rangs du conseil d'administration. En contrepartie, certains administrateurs internes avec un mandat de courte durée tendent à quitter ledit conseil. Ils sont, en général, remplacés par des administrateurs venant de l'entreprise même. Les auteurs ont utilisé des données sur le conseil d'administration pour un échantillon d'entreprises cotées à la Bourse de New-York : la promotion interne, le processus de succession, la faible performance de l'entreprise et la participation de la firme dans les marchés de produits. En fait, après le choix du CEO, les auteurs ont remarqué que les candidats non élus ont tendance à démissionner du conseil d'administration. Dans la plupart des cas en effet, les entreprises pensent que la faible performance est attribuable aux administrateurs internes.

Selon d'autres auteurs (Jensen et Meckling, 1976; Fama et Jansen, 1983), la théorie d'agence explique qu'une faible performance est une indication d'une «faible direction»!

Enfin, une troisième explication serait que les actionnaires sentent qu'un nouveau CEO doit être « surveillé à la loupe » puisqu'il n'est pas suffisamment connu par l'entreprise. Il faut donc, selon certains auteurs, beaucoup d'administrateurs externes pour le surveiller. Mais le problème est que le comité de nominations ne peut pas influencer le nombre d'administrateurs externes servant au conseil d'administration (Vafeas,1999). Il peut cependant influencer l'indépendance des administrateurs externes dans la mesure où le comité peut sélectionner quelques administrateurs reconnus comme indépendants.

1.4.3 Comité de rémunération

Le comité de rémunération est un organe important au sein du conseil d'administration. Il s'occupe de la question délicate de la politique de rémunération des dirigeants de l'entreprise. Il est chargé d'assurer la supervision des programmes de rémunération au sein de l'entreprise. Dans la pratique, la rémunération est basée sur la performance, même si, dans certains cas, cette performance ne se situe pas dans la moyenne sectorielle.

Par ailleurs, pour aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires, on a instauré les options d'achat d'actions en faveur des dirigeants. Cette pratique vise cependant les intérêts à court terme sans se soucier de ceux à long terme. Pour pallier à cela, on pourrait proposer que les dirigeants détiennent un pourcentage élevé des actions de la société durant leur mandat ou de les rémunérer en actions plutôt qu'en options d'achat d'actions. Le comité de rémunération devrait également s'assurer que la politique de rémunération est conforme à la mission, à la vision et aux valeurs et intérêts à long terme de l'entreprise.

Une des questions délicates du comité de rémunération est la politique salariale qui touche spécifiquement les administrateurs. La rémunération devrait correspondre à l'effort fourni par ces derniers en termes de temps consacré aux activités du conseil d'administration. D'où l'idée que certains avancent spécifiquement à savoir la nécessité d'un corps d'administrateurs professionnels.

S'intéressant au rôle des comités de rémunération dans l'évaluation de la performance de la direction, Epstein et Roy (2005) pensent que la meilleure façon de procéder pour ce comité serait d'élaborer une grille de mesures constituant une base solide d'évaluation. Il s'agirait de mettre sur pied des critères d'évaluation multi-dimensionnels de la performance devant s'articuler autour des aspects suivants : la performance financière, les préoccupations des *stakeholders* en matière d'éthique et de relations externes, les processus internes, l'innovation et la croissance. Ainsi, un comité de rémunération ayant des critères précis est plus enclin à mesurer objectivement la performance du chef de la direction, et partant la performance corporative. Mais, l'indépendance du comité de rémunération peut être inversement reliée au pourcentage des actions détenues par les administrateurs externes (Vafeas, 2003).

Newman (2000) se demande si la structure de propriété affecte une caractéristique du processus de prise de décision du comité de rémunération. Il a remarqué que le pourcentage des actions détenues par le CEO est positivement relié à la présence des administrateurs internes sur le comité de rémunération. L'auteur interprète ce résultat dans le sens qu'un CEO possédant suffisamment d'actions a un grand pouvoir sur le conseil d'administration pour faire nommer des administrateurs internes sur le comité de rémunération. De plus,

l'actionnariat des employés non dirigeants serait négativement associé à la présence des administrateurs internes sur ledit comité.

Le sujet sur les comités de rémunération est très controversé quant au rôle véritable qu'ils jouent. En effet, dans la majorité des cas, le CEO offre aux administrateurs non dirigeants des contrats attrayants et des accords de consultance. Ce type de relation entraînera un appui quasi-certain de l'administrateur concerné au chef de la direction (Harianto et Singh, 1989 a).

Selon la théorie de la comparaison sociale (Elson, 1993), les CEO des autres entreprises siégeant au comité de rémunération d'une entreprise donnée ont tendance à accorder une rémunération très consistante à leur confrère de l'entreprise où ils siègent.

Bien plus, la théorie institutionnelle nous fait remarquer que les conseils d'administration approuvent mais n'implantent pas les programmes d'incitatifs à long terme des CEO. C'est donc un comportement symbolique des comités de rémunération pour montrer qu'ils ont à cœur l'alignement des intérêts des actionnaires avec ceux de la direction.

Dans la majorité des cas, le comité de rémunération est composé par des administrateurs ayant vingt ans ou plus d'expérience sur le conseil d'administration car les administrateurs «saisonniers» sont disposés à être des amis de la direction et non des responsables fiables (Vafeas, 2003). Cette surveillance efficace serait aussi liée au fait que ces administrateurs ont un investissement important dans l'entreprise en question et voudraient donc protéger leurs propres intérêts.

Kole (1997) a trouvé que la composition du conseil d'administration peut affecter la disponibilité des plans de rémunération. Il semble que les plans individuels sont plus faciles à observer lorsqu'il y a une petite représentation d'administrateurs externes sur le conseil d'administration.

Ozerturk (2005) met en doute le fait généralement reconnu que les administrateurs travaillent pour la maximisation de la richesse des actionnaires ordinaires. Comme le CEO a beaucoup d'influence sur le conseil d'administration, les administrateurs bénéficient

souvent d'un incitatif pour un arrangement de la paie du président. En même temps que ce constat soulève la question théorique de l'indépendance du conseil d'administration, l'auteur suggère que la sensibilité de la paie à la performance est élevée dans les entreprises bien gouvernées avec une grande présence d'actionnaires. En fait, la rémunération de la direction et la performance de la compagnie sont alignées lorsqu'il y a une proportion élevée d'administrateurs externes sur le conseil d'administration ou une proportion élevée sur le comité de rémunération. Mais cette étude ne se prononce pas sur le rôle à proprement parler joué par le comité de rémunération dans l'alignement des intérêts des uns et des autres.

Nous pensons quant à nous qu'un bon comité de rémunération serait caractérisé par l'existence et la mise en œuvre d'un manuel des procédures comprenant notamment les critères utilisés pour fixer la rémunération des hauts dirigeants de l'entreprise. Leur révision régulière serait aussi un signe de professionnalisme. Il serait logique de penser que la rémunération adéquate accordée à la haute direction stimule cette dernière à mieux gérer les ressources de l'entreprise, en tenant compte des risques y associés, dans le but de maximiser la richesse des actionnaires ordinaires.

Dans ce chapitre, nous avons passé en revue les exigences légales et réglementaires dans la composition et le fonctionnement du conseil d'administration. En conclusion, nous avons remarqué le souci des autorités politiques et boursières durant la présente décennie de renforcer le pouvoir et la responsabilité du conseil d'administration. En particulier, nous avons recensé une littérature abondante sur le rôle des comités spécialisés au sein du conseil d'administration pour des domaines de compétence bien spécifiques. Aussi, avons-nous passé en revue le rôle du comité de vérification, celui du comité de nominations et celui du comité de rémunération.

On rencontre couramment dans les entreprises de notre échantillon d'autres comités non obligatoires qui peuvent faire partie du conseil d'administration. En particulier, le comité de nominations s'occupe, dans la plupart des cas, de toutes les questions se rapportant à la gouvernance corporative. Ce dernier aspect est important puisque les activités commerciales sont principalement encadrées par la loi sur les sociétés par actions et les

divers règlements des autorités provinciales et territoriales en valeurs mobilières. De plus, chaque place boursière impose sa propre réglementation aux entreprises qui y sont cotées. Ce renforcement du dispositif réglementaire n'est pas, à notre avis, étranger aux scandales financiers qui ont secoué les marchés financiers depuis le début de la présente décennie.

Notre souci est de nous baser sur certaines des exigences canadiennes de gouvernance pour formuler des hypothèses (deuxième chapitre) et les tester (quatrième chapitre) afin de vérifier leur incidence sur la performance corporative.

CHAPITRE II

FORMULATION DES HYPOTHÈSES ET CADRE MÉTHODOLOGIQUE

Dans ce chapitre, nous nous proposons de formuler six hypothèses de recherche qui seront testées dans le cadre de chacun de deux modèles utilisés pour capter la création de valeur par le conseil d'administration. Nous nous sommes inspiré, dans la formulation desdites hypothèses, des normes de gouvernance en vigueur à la Bourse de Toronto au 31 décembre 2004.

Nous pensons que la théorie de l'agence constitue un fondement théorique approprié à cette étude dans la mesure où elle considère le conseil d'administration comme le mécanisme de gouvernance auquel recourent les parties prenantes de chaque entreprise.

Dans cette recherche, nous voulons identifier les différentes caractéristiques du conseil d'administration qui contribuent à la création de valeur pour les actionnaires.

2.1 Formulation des hypothèses

Dans ce qui suit, nous allons formuler six hypothèses que nous allons tester successivement dans deux modèles statistiques basés sur le ratio *market-to-book* et le cours boursier en vigueur trois mois après la fin de l'exercice fiscal. Les résultats seront discutés au quatrième chapitre.

2.1.1 Relation entre la rémunération des administrateurs et la performance de l'entreprise

Shrives et Welch (1997) se questionnent sur les raisons possibles de la rémunération des administrateurs. Ils ont donc identifié trois raisons possibles pour expliquer cette rémunération, à savoir la récompense pour les services rendus, l'incitatif pour la performance améliorée ou l'attrait et la rétention des personnes de calibre suffisant avec

une certaine expertise. Dans tous les cas, affirment les auteurs, le public investisseur a le droit de demander un service décent en retour des paiements faits aux administrateurs. Aux yeux des auteurs, la situation actuelle des administrateurs qui fixent leurs propres salaires ne serait pas acceptable de sorte que cette question devrait être réglée par un «corps indépendant». Mais on peut se demander légitimement lequel. En définitive, les administrateurs devraient accepter la responsabilité qui doit être proportionnelle à leur rémunération incluant la pension de retraite.

Fram (2005) trouve anormal que les administrateurs soient payés en jetons de présence annuels. Il faudrait, selon lui, rémunérer ces administrateurs au même niveau que les autres experts opérant dans d'autres domaines. Au demeurant, ceux siégeant dans les comités seraient payés en surplus.

De leur côté, Ho et al. (2004) ont étudié le lien entre les opportunités d'investissement, l'actionnariat des administrateurs et les politiques corporatives dans le cas des marchés émergents. D'une façon générale, les entreprises en croissance, supposées plus performantes, accordent une rémunération plus élevée à leurs dirigeants que celle de leurs confrères des autres entreprises. Cependant, la proportion de l'actionnariat des administrateurs dans l'entreprise modère et neutralise l'association entre les opportunités d'investissement et les politiques corporatives.

Cette conclusion nous amène à formuler notre première hypothèse de la façon suivante :

H₁ : Il existe une relation positive entre la performance corporative et le niveau de rémunération des membres du conseil d'administration.

2.1.2 Relation entre le pourcentage du capital détenu par les administrateurs et la performance de l'entreprise

Fried et al. (1998), dans une analyse relative aux entreprises à capital de risque (*venture capital*), ont conclu que les conseils d'administration des entreprises en *venture* sont plus impliqués dans la formulation de la stratégie et l'évaluation que les membres des conseils d'administration qui n'ont pas une grande part de propriété dans la firme. En effet, les

venture capitalists sont généralement vus comme des investisseurs à valeur ajoutée qui ont joué un rôle significatif dans le développement de plusieurs affaires d'entrepreneurship.

Lorsque les actions détenues par les administrateurs ont été acquises comme incitatifs, Ronen et al. (2006) ont remarqué que le conseil d'administration peut être souple à l'égard de la direction dans la gestion du résultat et dans la communication de l'information financière. Cette situation a des conséquences sur l'entreprise puisqu'on a remarqué une distorsion au niveau du prix boursier de l'action, mettant ainsi en doute la capacité des marchés financiers à déceler le biais introduit par la gestion des résultats.

Bharbra et al. (2003) se sont intéressés à l'impact de la propriété des actions des administrateurs sur la gouvernance corporative dans le cas d'un échantillon des entreprises de Singapour. En particulier, ces auteurs ont voulu savoir s'il existe une relation entre la propriété des actions détenues par les administrateurs et la performance de l'entreprise dans une économie non occidentale comme celle de Singapour. Ils ont trouvé que cette relation existe même si les points d'inflexion sont plus élevés que ceux généralement cités pour les entreprises américaines. Le fait qu'une entreprise soit contrôlée par le fondateur n'a pas d'impact sur la relation trouvée.

Nous basant sur ces conclusions, nous émettons l'hypothèse suivante :

H₂: La performance corporative est positivement reliée à la proportion du capital détenu par les membres du conseil d'administration.

2.1.3 Relation entre la taille du conseil d'administration et la performance de l'entreprise

Park et Shin (2004) se sont intéressés au rôle joué par le conseil d'administration dans les pratiques de gestion des résultats dans les entreprises canadiennes. Ils ont remarqué que l'ajout des administrateurs externes au conseil d'administration n'améliore pas les pratiques de gouvernance comme tel, spécialement dans les juridictions où la propriété est très concentrée et où le marché du travail des administrateurs externes n'est pas développé.

En effet, dans sa globalité, le conseil d'administration ne réduit pas la gestion des résultats. De plus, les investisseurs institutionnels comme les fonds de pension résistent davantage à la gestion des résultats car ils sont très attachés à leur performance à long terme. Cette situation serait reliée au fait que le marché des administrateurs externes n'est pas développé au Canada car ces derniers proviennent des cabinets d'avocats, des banques d'investissement, des banques commerciales, des chefs de la direction des grandes entreprises, ou sont d'anciens politiciens.

Huther (1996) s'est intéressé à l'effet de la taille du conseil d'administration sur l'efficacité de la firme. Il a remarqué que dans le cas des entreprises américaines, il existe des avantages en termes d'efficacité lorsqu'elles peuvent réduire la taille de leur conseil d'administration. Cette conclusion est fondée sur le fait que plus le groupe est large, plus il existe des problèmes de coordination dans le processus de prise de décision. L'étude ne se prononce pas cependant sur la taille optimale des conseils d'administration.

Enfin, Mak et Kusnadi (2005) ont analysé la relation entre la taille du conseil d'administration et la valeur de la firme. En utilisant un échantillon d'entreprises de Singapour et Malaisie, leur étude a examiné l'impact des mécanismes de gouvernance sur la valeur de la firme. Les résultats ont confirmé ceux des études antérieures comme celles de Eisenberg et al. (1998) selon lesquelles il existe une relation inverse entre la taille du conseil d'administration et la valeur de la firme indépendamment des systèmes de gouvernance.

Pearce et Zahra (1992) pensent que la taille est associée à l'horizon temporel considéré dans le processus de planification. Selon ces auteurs, la petitesse d'un conseil d'administration s'accompagne d'un manque d'expertise de sorte qu'il y a peu d'inclinaison à un changement stratégique.

Sur un échantillon d'hôpitaux américains, Golden et Zajac (2001) ont conclu que la composition démographique du conseil d'administration pousse à la participation de la stratégie corporative. L'étude souligne que les changements stratégiques qui se produisent

dans les hôpitaux dont le conseil d'administration est enclin aux changements sont associés aux améliorations subséquentes dans la performance.

Sans prédire le sens de la relation, nous formulons notre troisième hypothèse comme suit :

H₃ : Il existe une relation entre la performance corporative et la taille du conseil d'administration.

2.1.4 Relation entre la fréquence des réunions du conseil d'administration et la performance de l'entreprise

Vafeas (1999) a examiné un échantillon de trois cent sept entreprises et a remarqué que le nombre annuel des réunions du conseil d'administration est inversement relié à la valeur de la firme. Ceci s'expliquerait par le fait que le nombre élevé de réunions servirait à suivre de près le déclin du cours boursier. Le constat est particulièrement vrai pour les entreprises ayant une faible performance antérieure et ayant un faible contrôle de ses transactions.

Pour mieux saisir le rôle joué par les administrateurs, Lawler et Finegold (2006) ont analysé l'impact de la présence des membres non dirigeants aux différentes réunions du conseil d'administration. Les résultats de l'étude suggèrent des moments clés pour la présence tant des administrateurs internes qu'externes. Pour la première catégorie, leur présence est fortement recommandée lorsqu'on discute de la stratégie à long terme et du comportement éthique. Ceci s'expliquerait par le fait que ce sont les mêmes dirigeants qui seront appelés à mettre en application par exemple les normes d'éthique. La présence des administrateurs externes par contre est pratiquement indispensable pour la transparence et l'implantation effective des décisions prises en conseil d'administration.

D'autres études ont prouvé que la fréquence annuelle des réunions est un facteur important dans l'implantation des stratégies dans entreprises de haute technologie (Roseinstein, 1988) ou dans la prévention ou la détection de la fraude (Chen et al., 2006).

Dans ce contexte, notre quatrième hypothèse s'énonce comme suit :

H₄ : La fréquence des réunions du conseil d'administration est reliée à la performance corporative.

2.1.5 Relation entre la structure du conseil d'administration et la performance de l'entreprise

Vafeas et Theodorou (1998), dans une étude portant sur un échantillon de deux cent cinquante entreprises britanniques ont conclu qu'il y a une relation entre l'utilisation effective des éléments de gouvernance et la performance corporative. L'étude précise cependant qu'il y a une relation significative entre le pourcentage des administrateurs non exécutifs, la structure du leadership, le pourcentage de propriété des membres du conseil d'administration, la composition des comités et la performance. Les entreprises managériales se distinguent principalement des entreprises familiales par le fait que dans ce dernier cas la propriété n'est pas séparée de la gestion. Nous nous intéressons en particulier aux entreprises managériales dont les actionnaires choisissent un conseil d'administration pour défendre leurs intérêts. A son tour, le conseil d'administration choisit les membres de la direction pour la gestion courante de l'entreprise. Barnhart et al. (1994) ont utilisé le Q de Tobin pour évaluer la performance corporative et ont analysé une relation éventuelle avec la composition du conseil d'administration. En contrôlant le droit de propriété des dirigeants, les auteurs ont remarqué que la proportion des administrateurs externes indépendants est reliée à la performance de la firme. L'étude conclut cependant à une faible preuve que la composition du conseil d'administration est importante au regard de la qualité de la performance globale de l'entreprise.

Lorsch et MacIver (1989) ont cependant remarqué que dans la pratique, les administrateurs ne sont pas sélectionnés par les actionnaires mais plutôt par les dirigeants qu'ils sont supposés superviser. Comme corollaire, les candidats au conseil d'administration prédisposés à surveiller le chef de la direction sont moins enclins à être nommés à cet organe. Le marché financier ne se laisse pas duper par de telles nominations puisque sa réaction aux nominations d'administrateurs indépendants est significativement négative quand le chef de la direction est impliqué dans la sélection desdits administrateurs. En effet,

selon les mêmes auteurs, le rendement cumulatif anormal suite à la nomination d'administrateurs indépendants est significativement faible lorsque le CEO est impliqué dans la sélection de l'administrateur.

Kaplan et Reishus (1990) ont remarqué qu'en général, en cas de faible performance, les administrateurs internes doivent quitter leur emploi alors que les externes se joignent à l'entreprise. De plus, se basant sur un échantillon d'entreprises britanniques, Dahya et McConnell (2005) ont constaté que celles qui se sont conformées à l'exogenéité imposée par la loi étaient disposées à nommer des CEO externes. Le rendement élevé de l'action durant la période de nomination de dirigeants indique que les investisseurs considèrent la nomination de CEO externes comme de bonnes nouvelles.

Erickson et al. (2005), en utilisant un échantillon d'entreprises canadiennes, ont testé la relation entre la composition du conseil d'administration et la valeur de la firme en cas de concentration de la propriété. Ils ont conclu que même dans une économie avec de grandes protections légales pour les actionnaires, un conseil d'administration bien structuré peut rehausser la valeur de l'actionnaire à travers l'analyse ou le suivi du comportement de la direction.

Les résultats des études antérieures étant contradictoires, il est difficile de prédire le sens de la corrélation entre la proportion d'administrateurs externes et la performance.

La cinquième hypothèse est formulée comme suit :

H₅ : Il existe une relation significative entre la performance corporative et la proportion d'administrateurs non reliés du conseil d'administration.

2.1.6 Relation entre la taille du comité de vérification et la performance de l'entreprise

Le comité de vérification occupe une place importante dans la gouvernance des entreprises. On s'attend aujourd'hui à ce que les comités de vérification jouent un rôle important dans le processus de gouvernance corporative (Zabihollah, 1997). Différentes recherches se sont

intéressées à différents aspects dudit comité à savoir l'indépendance, la fréquence des réunions et la taille (Krishnagopal et Deahl, 1994).

Klein (2002) a démontré que l'indépendance du comité de vérification est associée à des facteurs économiques. En effet, l'indépendance du comité de vérification augmente avec la taille et l'indépendance du conseil d'administration. Par contre, cette indépendance diminue quand l'entreprise a des opportunités de croissance ou quand elle enregistre des pertes.

De leur côté, Carcello et Neal (2003), se basant sur les rapports de vérification signalant un doute quant à la continuité d'exploitation, ont établi que les comités de vérification avec une grande indépendance sont en mesure de protéger le vérificateur externe contre un renvoi abusif après l'émission d'un rapport avec réserve quant à la continuité d'exploitation. De plus, ils ont constaté une corrélation significative et positive entre l'indépendance du comité de vérification et le taux de rotation du chef de la direction suite à une performance médiocre.

Plusieurs études ont prouvé l'existence d'une relation entre la performance corporative et l'indépendance du comité de vérification. DeFond et al. (2005) ont examiné les rendements anormaux sur une période de trois jours autour de la date d'annonce de sept cent deux nouvelles nominations sur le comité de vérification. Ils ont remarqué qu'il y a une réaction positive du marché suite à la nomination d'un expert financier en particulier quand l'expert et l'entreprise possèdent des caractéristiques qui facilitent l'utilisation effective de l'expertise.

Sous un autre angle, Zabihollah (1997) considère que la mission habituellement confiée au comité de vérification est de superviser la structure de contrôle interne et le processus de communication d'informations financières, de se rassurer de l'objectivité des vérificateurs internes et externes et de surveiller la conformité de l'entreprise aux lois et règlements. Krishnan (2005) mesure quant à lui le comité de vérification en trois dimensions : sa taille, son indépendance et son expertise. Ainsi, les comités de vérification indépendants et ceux possédant une expertise financière sont significativement moins associés aux incidences relatives aux problèmes de contrôle interne.

Cela nous permet de formuler notre sixième hypothèse comme suit :

H₆: Il existe une corrélation entre la taille du comité de vérification et la performance de l'entreprise.

Le tableau 2.1 résume les six hypothèses ci-dessus tout en précisant la variable opérationnelle.

Tableau 2.1 Sommaire des hypothèses de recherche

Hypothèses	Direction prévue	Définition	Variable opérationnelle
Hypothèse 1	+	Rémunération des administrateurs	Rémunération des administrateurs *100 / capitaux propres (modèle de la prime de marché). Rémunération des administrateurs *100/ nombre d'actions moyen (modèle de la valorisation boursière).
Hypothèse 2	+	Proportion du capital détenu par les administrateurs	Nombre d'actions détenues par les administrateurs*100/nombre total d'actions.
Hypothèse 3	+/-	Taille du conseil d'administration	Nombre de membres siégeant au conseil d'administration.
Hypothèse 4	+/-	Fréquence des réunions	Nombre total de réunions du conseil d'administration tenues durant l'année fiscale.
Hypothèse 5	+/-	Indépendance du conseil	Nombre d'administrateurs*100/ Nombre total d'administrateurs
Hypothèse 6	+/-	Taille du comité de vérification	Nombre d'administrateurs siégeant au comité de vérification.

2.2 Présentation des modèles empiriques

Notre analyse se basera sur deux modèles multi-variés. Le premier met en relation le ratio *market-to-book* et certaines caractéristiques du conseil d'administration alors que le second met en relation le cours boursier en vigueur trois mois après la fin de l'exercice fiscal et les mêmes caractéristiques.

2.2.1 Modèle de la prime de marché

Le premier modèle dit de la prime de marché met en relation le ratio *market-to-book* et dix variables indépendantes et de contrôle. Ces dernières concernent aussi bien des données comptables, des caractéristiques du conseil d'administration en entier que de la taille du comité de vérification. Il est formulé comme suit :

$$\begin{aligned} \text{Market-to-Book} = & \beta_0 + \beta_1 1/VCA + \beta_2 ROE + \beta_3 R\acute{E}M_1 + \beta_4 ACTIONS + \beta_5 TAILLE \\ & + \beta_6 R\acute{E}UNIONS + \beta_7 IND\acute{E}P + \beta_8 CV + \beta_9 TYPE + \beta_{10} ABS.DUALIT\acute{E} + \epsilon \end{aligned}$$

Les variables dépendante et indépendantes sont définies comme suit :

ABS.DUALITÉ	Séparation des postes de chef de la direction et de président du conseil d'administration. Cette variable binaire est notée 1 s'il y a absence de dualité, 0 sinon.
ACTIONS	Nombre d'actions détenues par les administrateurs*100 /Nombre total d'actions.
CV	Taille du comité de vérification.
INDÉP	Proportion des administrateurs non reliés.
<i>Market-to-Book</i>	Valeur au marché des capitaux propres à la fin de l'exercice fiscal/ Valeur comptable des capitaux propres.
RÉM ₁	Rémunération des administrateurs*100 /Valeur comptable des capitaux propres.
RÉUNIONS	Fréquence annuelle des réunions du conseil d'administration.
ROE	Rendement des capitaux propres.
TAILLE	Taille du conseil d'administration.
TYPE	Type d'actionnariat. Variable binaire notée 1 si l'actionnariat est de type managérial, 0 sinon.
1/VCA	Inverse de la valeur comptable de l'action.

2.2.2 Modèle de la valorisation boursière

Dans ce deuxième modèle, pour expliquer la pertinence des caractéristiques du conseil d'administration dans la création de valeur pour les actionnaires, nous avons considéré le cours boursier en vigueur trois mois après la fin d'année fiscale comme un autre proxy approprié. Alors que certaines variables indépendantes se retrouvent dans le premier modèle, nous avons mesuré différemment la rémunération relative des administrateurs. Enfin, nous avons remplacé les données comptables du premier modèle par la valeur comptable de l'action et le résultat par action.

Ainsi, le deuxième modèle dit modèle de valorisation boursière, est défini comme suit :

$$\text{Cours boursier} = \beta_0 + \beta_1 \text{VCA} + \beta_2 \text{RPA} + \beta_3 \text{RÉM}_2 + \beta_4 \text{ACTIONS} + \beta_5 \text{TAILLE} \\ + \beta_6 \text{RÉUNIONS} + \beta_7 \text{INDÉP} + \beta_8 \text{CV} + \beta_9 \text{TYPE} + \beta_{10} \text{ABS.DUALITÉ} + \epsilon$$

Les variables dépendante et indépendantes sont définies comme suit :

ABS.DUALITÉ	Séparation des postes de chef de la direction et de président du Conseil d'administration. Cette variable binaire est notée 1 s'il n'existe pas de dualité, 0 sinon.
ACTIONS	Nombre d'actions détenues par les administrateurs*100 / Nombre total des actions.
COURS BOURSIER	Cours boursier en vigueur 3 mois après la fin de l'exercice fiscal.
CV	Taille du comité de vérification.
INDÉP	Proportion des administrateurs non reliés.
RÉM ₂	Rémunération des administrateurs*100 / Nombre total des actions.
RÉUNIONS	Fréquence annuelle des réunions du conseil d'administration.
RPA	Résultat/ Nombre total d'actions.
TAILLE	Taille du conseil d'administration.
TYPE	Type d'actionnariat. Variable binaire notée 1 si l'actionnariat est de type managérial, 0 sinon.
VCA	Valeur comptable des capitaux propres / Nombre total des actions.

2.3 Choix et description de l'échantillon

2.3.1 Mise en situation

Dans cette étude, nous voulons tester l'existence d'une relation de cause à effet entre la performance économique de l'entreprise et les différentes caractéristiques du conseil d'administration. Nous utiliserons successivement le ratio *market-to-book* et le cours

boursier en vigueur trois mois après la clôture de l'exercice fiscal comme variables dépendantes pour tester nos hypothèses.

Nous allons dans les lignes qui suivent énumérer les variables indépendantes qui sont inspirées par les lignes directrices de la Bourse de Toronto (TSX) et qui peuvent caractériser un conseil d'administration stratège qui est orienté vers la création de valeur pour les actionnaires ordinaires. Ces caractéristiques sont inspirées des *Corporate Governance Guidelines* de 1995 amendées respectivement en 1999, avril et novembre 2002. Ces notes d'orientation sont elles-mêmes inspirées de celles de la Bourse de New-York. Une des raisons qui font qu'il y ait une forte ressemblance entre ces deux ensembles de règles est que certaines entreprises cotées à la Bourse de Toronto le sont aussi à la Bourse New Yorkaise.

Avant l'amendement de novembre 2002 qui faisait suite au rapport du comité Saucier, les notes d'orientations de la Bourse de Toronto consistaient en treize règles auxquelles doivent se conformer toutes les entreprises, canadiennes ou non, cotées à ladite Bourse. L'amendement de 2002 a porté le nombre de ces règles à quatorze. Cependant, comme dit plus haut, certaines propositions du rapport Saucier (2001) n'ont pas été rendues obligatoires par la Bourse de Toronto. Il s'agit notamment des compétences comptables et financières que devraient posséder les membres du comité de vérification, norme en vigueur aux États-Unis. Ces dernières n'ont pas fait l'objet d'un test dans cette recherche puisque l'information ne pouvait pas être retracée dans les *Statements of Corporate Governance Practices* des sociétés de notre échantillon.

Dans ces règles, nous remarquons que les autorités boursières sont préoccupées par la mise en application des principes et normes de gouvernance édictées par les autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). Il est à noter qu'au Canada, contrairement aux États-Unis où la *Securities and Exchange Commission* (SEC) est de juridiction fédérale, la réglementation mobilière est une compétence provinciale. L'ACVM constitue toutefois un cadre de rencontre des autorités des treize provinces et territoires. Sa préoccupation majeure est de protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses,

favoriser l'équité et l'efficacité des marchés financiers afin de réduire les risques qui menacent l'intégrité du marché et la confiance des investisseurs en ceux-ci.¹¹

Les quatorze normes de la Bourse de Toronto responsabilisent aussi bien le conseil d'administration que les comités qui sont constitués en son sein. Ainsi, la responsabilité globale du conseil d'administration de toute entité cotée à la Bourse de Toronto est-elle d'assumer explicitement l'intendance (ou la bonne marche) dans le processus de planification stratégique, l'identification et la gestion des risques, la politique de communication de l'entreprise et l'intégrité du contrôle interne. De plus, les règlements de la Bourse de Toronto insistent sur l'indépendance du conseil d'administration par ce qu'elle appelle les administrateurs « non reliés » (Hypothèse H₅). Par administrateur non relié, il faut entendre tout administrateur indépendant de la direction et qui n'a aucun intérêt ou relation dans les affaires de l'entreprise.

En ce qui concerne les comités spécialisés au sein du conseil d'administration, les règlements en imposent explicitement trois, à savoir : le comité de vérification (Hypothèse H₆), le comité de nominations et le comité de rémunération. Toutefois, dans le cadre de cette recherche, nous allons nous limiter au seul comité de vérification.

2.3.2 Justification du choix de notre échantillon

Dans le cadre de ce mémoire, nous nous intéressons à cinquante quatre des plus grandes entreprises cotées à la Bourse de Toronto pour la période de 2000 à 2004.

Depuis 2002, la Bourse de Toronto a adopté la classification des entreprises en dix secteurs d'activités, tel qu'accepté par la *Standard & Poor's* (S&P), une société indépendante de données financières et de services d'investissements et en même temps leader en fournitures d'indices dans divers domaines. Depuis cette année là, cette classification est dite S&P/TSX. Par contre, les différents sous-regroupements en termes de capitalisation boursière (TSX-300, TSX-100, TSX-35, etc.) ont cessé d'être utilisés par la Bourse de

¹¹ Information disponible sur le site web www.csa-acvm.ca

Toronto depuis 2002. Le sous-regroupement de S&P/TSX-60 a, quant à lui, cessé d'être utilisé le 31 décembre 2004.

Le choix des soixante plus grandes entreprises de la place de Toronto en termes de capitalisation financière nous semble très représentatif de l'économie canadienne. De cet échantillon, nous avons toutefois exclu les six banques qui figuraient sur la liste du 31 décembre 2004 du fait de leur caractère réglementaire particulier.

Ainsi, notre échantillon final est constitué de 54 entreprises dont la période couverte va de 2000 à 2004. Le tableau 2.2 nous montre que dans le premier comme dans le deuxième modèle, certaines données sont manquantes ou ont été éliminées car elles étaient aberrantes. Ainsi, nous avons analysé respectivement 265 données pour le modèle de la prime de marché et 263 pour celui de la valorisation boursière.

Tableau 2.2 Distribution des données annuelles de l'échantillon

	2000	2001	2002	2003	2004	Total
Modèle de la prime de marché						
Total des observations	54	54	54	54	54	270
Données manquantes	2	0	0	0	0	2
Données aberrantes	2	1	0	0	0	3
Données utilisées	50	53	54	54	54	265
Modèle de la valorisation boursière						
Total des observations	54	54	54	54	54	270
Données manquantes	4	1	0	0	1	6
Données aberrantes	0	1	0	0	0	1
Données utilisées	50	52	54	54	53	263

2.4 Mesure des variables utilisées

2.4.1 Mesure de la variable dépendante

Puisque nous avons utilisé deux modèles empiriques dans cette recherche, nous avons également adopté deux façons de mesurer la variable dépendante. Il s'agit du ratio *market-to-book* pour le modèle de la prime de marché et du cours boursier en vigueur trois mois après la fin de l'exercice fiscal pour le modèle de la valorisation boursière.

2.4.1.1 Le ratio *market-to-book*

Le ratio *market-to-book* est généralement utilisé pour trouver la valeur de l'entreprise en comparant la valeur aux livres à sa valeur de marché. Il est donné par la formule Valeur de marché/Valeur comptable. Dans notre cas, nous avons utilisé les données disponibles dans la base de données *World Scope* à la fin de l'exercice fiscal de chaque entreprise de notre échantillon.

2.4.1.2 Le cours boursier

Dans le deuxième modèle, nous utilisons le cours boursier pour la période se terminant trois mois après la fin de l'exercice fiscal. Ce deuxième modèle se justifie par le fait qu'il s'agit d'un modèle de valorisation qui combine des informations financières d'une part et des informations concernant les conseils d'administration d'autre part. Ceci nous assure que l'information contenue dans le rapport annuel et la circulaire de la direction est intégrée dans le cours boursier étant donné que les entreprises canadiennes disposent de trois mois pour publier ces documents.

Ces données de base ont été également collectées de la base de données *World Scope*, version de janvier 2006, dans sa section *Month end market prices*.

2.4.2 Mesure des variables indépendantes

2.4.2.1 La valeur comptable de l'action

Cette variable, utilisée dans le modèle de la valorisation boursière, est obtenue par le rapport entre les capitaux propres et le nombre des actions en circulation. Les données sur les deux composantes sont disponibles dans la base de données *Stock Guide* et SÉDAR¹² respectivement.

2.4.2.2 L'inverse de la valeur comptable de l'action

Cette variable est trouvée par la formule suivante: Nombre d'actions/ valeur comptable totale des actions.

2.4.2.3 Le rendement des capitaux propres

Ce ratio est donné par le rapport en pourcentage entre le bénéfice net et les capitaux propres. Les données relatives à cette information sont disponibles dans la base de données *Stock Guide* sous la rubrique *Return on Common Equity*.

2.4.2.4 Le résultat par action

Cette variable nous donne le montant du bénéfice annuel net ou de la perte annuelle nette. Elle est disponible dans la base de données *Stock Guide* dans la rubrique «*Per Share Amount* ». Cette variable est utilisée dans notre modèle de la valorisation boursière.

2.4.2.5 Le pourcentage de la rémunération des administrateurs

Pour le premier modèle, nous calculons la rémunération relative des administrateurs en utilisant le rapport en pourcentage entre le montant annuel des rémunérations en espèces ou autrement versés à l'ensemble des administrateurs et les capitaux propres de l'année fiscale concernée. Il s'agit donc du montant en dollars de la rémunération versée aux

¹² Site web www.sedar.com géré par les autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM).

administrateurs pour cent dollars de capitaux propres investis par les actionnaires dans l'entreprise.

Pour le deuxième modèle par contre, nous définissons la rémunération relative des administrateurs en utilisant le rapport en pourcentage du même montant versé aux administrateurs par le nombre d'actions. Linn et Park (2005) ont également considéré comme rémunération des administrateurs le total des montants suivants : la rémunération en espèces, le remboursement des frais, les jetons de présence et les récompenses en actions de toutes sortes (les options d'achat d'actions, les actions avec restrictions et les actions différées).

Les rémunérations des administrateurs sont disponibles sur le site Internet du système électronique de données, d'analyse et de recherches (SEDAR), en particulier la circulaire de la direction (*Proxy Statement*) qui nous informe sur la rémunération de chaque administrateur, cette dernière prenant toutes sortes de formes, que ce soit en espèces ou en actions ou encore en options d'achat d'actions. Les montants payés en une monnaie autre que le dollar canadien ont été convertis dans cette dernière devise au taux de change de la date de fin d'année fiscale. Le montant des capitaux propres est tiré de la base de données de *Stock Guide* alors que celui des actions est tiré de SÉDAR.

2.4.2.6 Le pourcentage des actions détenues par les administrateurs

Cette information est donnée par le rapport en pourcentage entre le nombre d'actions détenues par les administrateurs et le nombre total d'actions ordinaires. Le nombre total d'actions ordinaires est disponible dans SÉDAR au niveau des états financiers de l'entreprise, spécialement dans les notes au bilan. Le nombre d'actions détenues par chaque administrateur est quant à lui disponible dans la circulaire de la direction (*Proxy Management*). La valeur relative des actions détenues est également exprimée en pourcentage. Beasley et Salterio (2001) ont utilisé également cette mesure pour analyser la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et les améliorations non imposées par les autorités boursières dans la composition du comité de vérification. Il en est

de même de Ho et Williams (2003) dans une étude internationale sur l'association entre la structure du conseil d'administration et l'efficacité de la valeur ajoutée par une firme.

2.4.2.7 La taille du conseil d'administration

Il s'agit du nombre total de personnes siégeant au conseil d'administration. Cette information est également disponible dans la base de données SEDAR, spécialement dans sa section *Statement of Corporate Governance Practice*. Ce document décrit la façon dont l'entreprise se conforme aux normes de gouvernance prescrites par la Bourse de Toronto.

2.4.2.8 La fréquence des réunions

La fréquence des réunions est donnée par la circulaire de la direction disponible dans la base de données SÉDAR. Cette information correspond au nombre de réunions tenues par le conseil d'administration durant l'année fiscale. Ici, nous ne tenons pas compte des réunions qui sont organisées par les différents comités du conseil d'administration, même si ce sont les mêmes personnes que l'on retrouve et qui ne font que «changer de chapeau». Cette variable est exprimée sans aucune unité puisqu'il s'agit d'une donnée brute.

2.4.2.9 La proportion des administrateurs non reliés

Nous avons mesuré cette variable par le pourcentage d'administrateurs non reliés, ce concept étant défini par les lignes directrices de la Bourse de Toronto. Ainsi, les administrateurs non reliés sont décrits dans le «*Statement of Corporate Governance Practices*», document que chaque entreprise cotée est obligée de produire à la fin de son exercice fiscal. Puisque les normes de gouvernance exigent que le conseil d'administration soit composé d'une majorité d'administrateurs non reliés, leur pourcentage exact permet de se démarquer quant au respect desdites normes.

2.4.2.10 La taille du comité de vérification

Cette variable nous indique le nombre d'administrateurs siégeant au comité de vérification. Cette information est donnée dans les circulaires de la direction (*Management Proxy*) disponibles sur le site web du SEDAR.

2.4.3 Mesure des variables de contrôle

2.4.3.1 Le type d'actionnariat

Kang et Sorensen (1999) se sont penchés sur le type et le degré de fragmentation de l'actionnariat et ont analysé leur conséquence sur la performance de la firme. Se basant sur la théorie positive de l'agence, ils donnent une nouvelle interprétation tendant à affirmer la non homogénéité des actionnaires, ce qui fait que certains d'entre eux usent de leur autorité morale ou de leur expertise pour réellement s'approprier leurs droits d'actionnaires et influencer fortement les décisions de la direction allant dans le sens de l'amélioration de la performance. Pour ce qui est spécialement de l'actionnariat concentré, Klein et al. (2005) ont analysé la relation entre la valeur de la firme et certaines normes de la gouvernance corporative. Ils ont trouvé un résultat surprenant puisque l'indépendance du conseil d'administration est négativement corrélée à la performance des entreprises familiales. Dans nos deux modèles, nous allons intégrer cette variable puisqu'elle peut influencer la performance corporative. Le type d'actionnariat est une variable binaire qui nous informe sur la composition de l'actionnariat. Ce dernier sera soit de type managérial (*widely held*) auquel cas il est codé 1, sinon il est codé 0. Cette information est disponible sur le site web de la *Financial Post Investor Report*¹³.

2.4.3.2 L'absence de dualité dans l'exercice de la fonction de président du conseil d'administration et celle de chef de la direction

Plusieurs études antérieures ont démontré que le fait qu'une personne exerce simultanément les fonctions de président du conseil d'administration et de chef de la direction peut avoir

¹³ Voir site web www.fpinformart.ca/

une incidence sur la performance. Ainsi, Goyal et Park (2002) ont remarqué que la relation entre le rythme de remplacement (*turnover*) du CEO et la performance de l'entreprise est significativement faible quand les postes de CEO et de président du conseil d'administration sont occupés par une même personne. Ceci suggère que le manque de leadership indépendant donne de la difficulté au conseil d'administration de renvoyer les dirigeants peu efficaces.

De leur côté, Palmon et Wald (2002) se demandent si «deux têtes valent mieux qu'une». Ils ont comparé deux catégories d'entreprises, la première ayant une seule structure cumulant les fonctions de président du conseil d'administration et de chef de la direction et la deuxième opérant avec des organes séparés de décision. Les deux auteurs ont conclu que les petites entreprises ont avantage à avoir un seul centre de décision dans lequel une personne remplit les deux fonctions alors que les grandes entreprises profitent plutôt des structures dans lesquelles le CEO n'est pas en même temps président du conseil d'administration. Par ailleurs, les relations entre le président du conseil d'administration et le chef de la direction peuvent être complémentaires plutôt que compétitives (Roberts et Stiles, 1999). Tel est le cas dans les entreprises britanniques pour lesquelles la séparation des postes de président du conseil d'administration et de CEO peut être vue sous l'angle de la coopération entre les deux organes. Enfin, Gleason et Simpson (1999) ont examiné l'influence éventuelle de la structure du conseil d'administration et de l'actionnariat sur la détresse financière. Leurs résultats indiquent qu'il existe une certaine probabilité de détresse financière lorsqu'une seule personne est à la fois CEO et chef de la direction.

Dans cette recherche, nous avons tenu compte de l'absence de dualité du président du conseil d'administration et du chef de la direction dans l'analyse de la relation entre la performance corporative et les variables de gouvernance. Cette variable est notée 1 lorsque les fonctions de chef de la direction et de président du conseil d'administration sont séparées et 0 dans le cas contraire. Le tableau 2.2 nous donne la synthèse des mesures des variables dépendante, indépendantes et de contrôle pour les deux modèles utilisés.

Tableau 2.3 Synthèse des mesures des variables dépendantes, indépendantes et de contrôle

Variable	Symbole	Mesure
Prime de marché.	MTB	Prix boursier/valeur comptable de l'action.
Valorisation boursière.	CB	Prix boursier en vigueur trois mois après la fin d'année fiscale.
Comité de vérification.	CV	Nombre des membres du comité de vérification.
Absence de dualité.	ABS.DUALITÉ	Variable binaire notée 1 lorsqu'il y a absence de dualité, 0 sinon.
Fréquence des réunions.	RÉUNIONS	Nombre de réunions du conseil d'administration tenues durant l'exercice fiscal.
Proportion des administrateurs non reliés.	INDÉP	Nombre d'administrateurs non reliés*100/Nombre total d'administrateurs.
Nombre d'actions détenues.	ACTIONS	Nombre d'actions détenues par les administrateurs *100 /Nombre d'actions total.
Pourcentage de la rémunération des administrateurs.	RÉM ₁	Rémunération versée aux administrateurs*100/capitaux propres.
	RÉM ₂	Rémunération versée aux administrateurs*100/Nombre total d'actions.
Résultat par action.	RPA	Bénéfice ou perte nette /Nombre d'actions.
Rendement des capitaux propres.	ROE	Bénéfice net*100 /Capitaux propres.
Taille du conseil d'administration.	TAILLE	Nombre d'administrateurs siégeant au conseil d'administration.
Type d'actionnariat.	TYPE	Variable binaire notée 1 si l'actionnariat est de type managérial, 0 sinon.
Valeur comptable de l'action.	VCA	Capitaux propres /Nombre total d'actions.
	1/VCA	Inverse de la valeur comptable de l'action.

Dans ce deuxième chapitre, nous nous sommes basé sur les normes de gouvernance de la Bourse de Toronto pour formuler six hypothèses qui seront testés dans le quatrième chapitre sur un échantillon décrit à l'appendice A.

Ce faisant, nous avons prédit dans certains cas le sens de la corrélation de la caractéristique du conseil d'administration avec la performance corporative. Dans d'autres cas, nous nous en sommes abstenu faute d'indices. En ce qui concerne les mesures des variables indépendantes, nous avons utilisé selon le cas les informations existant dans certaines bases de données ou les avons nous-même calculées. Enfin, certaines variables sont codées de façon binaire lorsque nous pensons qu'il s'agit de la manière la plus appropriée. Nous avons noté que la mesure d'une même variable peut différer selon qu'il s'agit du modèle de la prime de marché ou celui de la valorisation boursière. Il en est ainsi pour le pourcentage de la rémunération des administrateurs et de la valeur comptable de l'action.

CHAPITRE III

ANALYSE DESCRIPTIVE ET ANALYSE DE CORRÉLATION

Le présent chapitre décrit et commente les données descriptives caractéristiques de notre échantillon. Nous parlerons successivement des statistiques de valeur centrale et de dispersion aussi bien pour le modèle de la prime de marché que pour celui de la valorisation boursière.

3.1 Analyse statistique et économique du modèle de la prime de marché

3.1.1 Analyse descriptive de la variable dépendante pour l'ensemble de l'échantillon

Nous présentons dans le tableau 3.1 un certain nombre de statistiques sur la prime de marché au niveau de l'ensemble de notre échantillon pour la période de 2000 à 2004.

Les données du tableau 3.1 nous montrent que pour la période concernée, le ratio *market-to-book* comparant la valeur de marché et la valeur comptable de l'action pour une année donnée a été en moyenne de plus de 2.32 avec un écart type de 1.30. Cependant, la moyenne doit être interprétée avec précaution puisque certaines entreprises de l'échantillon ont connu une faible performance, la donnée la plus médiocre ayant atteint le plancher de 0.17, ce qui signifie que les investisseurs considèrent que la valeur comptable est environ six fois surévaluée par rapport à ce qu'elle devrait être. Le marché ne décèle donc dans un tel cas aucune possibilité de croissance de l'entreprise à court terme. De plus, l'écart type de 1.30 nous semble très élevé et traduit en fait une variation très accrue de la valeur au marché comparée à la valeur comptable sur la période quinquennale. D'autres entreprises

par contre ont connu une performance exceptionnelle, pendant une ou plusieurs années, allant jusqu'à trois fois le ratio moyen. Dans ce cas, on peut dire que le marché anticipe une certaine croissance des entreprises concernées, ce qui suppose qu'il y aurait des liquidités supplémentaires qui pourront être dégagées.

Tableau 3.1 Statistiques descriptives relatives à la prime de marché

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart type
Ratio <i>market-to-book</i>	265	0.17	7.40	2.32	1.30

3.1.2 Analyse descriptive des variables indépendantes du modèle de la prime de marché

Les six variables de gouvernance de notre premier modèle énoncé au deuxième chapitre présentent des valeurs qui sont agrégées dans le tableau 3.2 ci-dessous. Leur analyse nous permettra de dégager certaines tendances centrales.

Le tableau 3.2 nous donne les valeurs minimales, maximales et moyennes des différentes variables explicatives. On constate que mises à part les variables binaires, l'amplitude des données est très grande. Ainsi, cette situation se retrouve au niveau du pourcentage des actions détenues par les administrateurs. En effet, les administrateurs des sociétés de notre échantillon détiennent en moyenne 5.88 % des actions ordinaires. Cependant, encore une fois, les extrêmes sont très grands, variant de moins de 0.01% à 72.99 %. La variabilité moyenne de l'actionnariat par les administrateurs est donc de 15.27 %.

L'autre fait intéressant à signaler se situe au niveau des administrateurs non reliés dont la moyenne canadienne au sein des cinquante-quatre plus grandes entreprises cotées à la Bourse de Toronto à la fin de l'année 2004 était de 77.84% avec une variabilité de cette donnée étant de 13.68 %. On remarque donc que contrairement aux règles de gouvernance, il existe l'une ou l'autre entreprise dont les administrateurs non reliés, dans le sens donné par la Bourse de Toronto, n'étaient pas majoritaires à une certaine période de l'étude. Pour cette variable, le minimum constaté est de 38.46 % alors que le maximum est de 100 %.

De plus, la fréquence annuelle des réunions est pour le moins étonnante puisqu'elle varie de une à trente quatre, ce qui correspond à une variabilité de 4.10. La moyenne de 9.56 réunions par année cache donc certaines disparités selon la période et le secteur d'activités.

La taille du conseil d'administration, quant à elle, varie d'un nombre aussi réduit que quatre personnes à une équipe pléthorique de dix-huit avec une variabilité de 2.70. Certains auteurs disent que la taille optimale du conseil d'administration varie de sept à huit administrateurs. Dans notre cas, la moyenne des administrateurs siégeant au conseil d'administration est de 11.73. Ce chiffre s'éloigne énormément de la moyenne de sept à huit administrateurs trouvée par ces autres chercheurs.

Enfin, le comité de vérification et le pourcentage de la rémunération des administrateurs semblent être stables pour la période de notre étude. En effet, le comité de vérification est composé en moyenne de 4.69 membres, avec un écart type de 1.36, ce qui en fait une variable de gouvernance assez stable puisque le minimum est de trois membres pour un maximum de neuf. De son côté, le pourcentage de la rémunération des administrateurs est 0.04 % des capitaux propres. On note cependant que dans certaines entreprises, les administrateurs ne sont pas payés alors que dans d'autres, ce pourcentage peut aller jusqu'à 0.31% des capitaux propres.

Tableau 3. 2

Statistiques descriptives relatives aux variables indépendantes du modèle de la prime de marché

	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart type
RÉM _i (en pourcentage)	0.00	0.31	0.04	0.05
ACTIONS (en pourcentage)	0.01	72.99	5.88	15.27
TAILLE	4	18	11.73	2.70
RÉUNIONS	1	34	9.56	4.10
INDÉP (en pourcentage)	38.46	100.00	77.84	13.68
CV	3	9	4.69	1.36

Les variables ci-dessus sont expliquées comme suit :

ACTIONS	Pourcentage du nombre d'actions détenues par les administrateurs par rapport au nombre total des actions.
CV	Taille du comité de vérification.
INDÉP	Proportion des administrateurs non reliés.
RÉUNIONS	Fréquence annuelle des réunions du conseil d'administration.
RÉM _i	Pourcentage de la rémunération des administrateurs en fonction des capitaux propres.
TAILLE	Taille du conseil d'administration.

3.1.3 Analyse descriptive des variables binaires du modèle de la prime de marché

Les variables binaires sont analysées à l'aide du tableau 3.3 ci-dessous. Rappelons ici que le type d'actionnariat est codé 1 lorsqu'il est considéré comme managérial et 0 dans d'autres cas. Il est intéressant de noter que ces deux catégories d'entreprises sont équitablement réparties avec un léger avantage pour les entreprises de type managérial (133 versus 132), ce qui correspond respectivement à 50.2% et 49.8 % de l'échantillon.

Pour ce qui est de l'absence de dualité, 78.1% des entreprises présentent une structure dans laquelle le poste de CEO et celui du président du conseil d'administration sont occupés par des personnes différentes.

Tableau 3.3 Fréquence des variables binaires du modèle de la prime de marché

VARIABLE BINAIRE	Fréquence		Pourcentage	
	0	1	0	1
TYPE	132	133	49.8	50.2
ABS.DUALITÉ	58	207	21.9	78.1

ABS.DUALITÉ	Séparation des postes de chef de la direction et de président du conseil d'administration.
TYPE	Type d'actionnariat.

3.1.4 Analyse de corrélation du modèle de la prime de marché

Dans le tableau 3.4, nous analysons le problème de multicollinéarité du premier modèle empirique que nous avons proposé au deuxième chapitre de ce mémoire. La colinéarité est présente dans une étude de régression lorsque les valeurs observées de deux variables explicatives ou plus sont liées entre elles selon une liaison linéaire.

Pour déceler ce problème, nous avons calculé les coefficients de corrélation linéaire entre les variables explicatives prises deux à deux. Dans notre cas, nous avons remarqué que les coefficients de corrélation dont les valeurs varient de + ou - 0.17 à + ou - 0.40 sont significatifs à 1% bilatéral (voir les valeurs en gras). Ainsi, le comité de vérification est corrélé positivement avec la taille du conseil d'administration (0.30), la fréquence annuelle des réunions du conseil d'administration (0.23) et la proportion des administrateurs non reliés (0.18). Il est par ailleurs corrélé négativement avec le pourcentage de la rémunération par rapport aux capitaux propres (-0.17). De plus, le type d'actionnariat est relié positivement à la proportion des administrateurs non reliés (0.25) et à la fréquence annuelle des réunions du conseil d'administration (0.22), alors qu'il est négativement relié au pourcentage des actions détenues par les administrateurs (-0.33). Par ailleurs, les coefficients de variation dont les valeurs varient de + ou - 0.13 ou + ou -0.15 sont significatifs à 5 % bilatéral également (*valeurs en italique*). On remarquera ainsi que la variable d'absence de dualité est positivement corrélée à la taille du conseil d'administration (0.14) et au type d'actionnariat (0.13). Enfin, la taille du conseil d'administration est positivement corrélée à la fréquence annuelle des réunions du conseil d'administration (0.14).

Tableau 3.4 Matrice de corrélation du modèle de la prime de marché

	MTB	1/VCA	ROE	RÉM _i	ACTIONS	TAILLE	RÉUNION	INDÉP	CV	TYPE	ABS. DUALITÉ
1		0.37	0.06	0.40	0.20	-0.18	0.08	<i>-0.14</i>	-0.18	-0.01	0.04
2			-0.26	0.23	-0.07	-0.11	0.35	-0.07	-0.12	0.09	-0.01
3				<i>0.15</i>	0.03	0.09	-0.18	0.03	0.05	-0.08	0.06
4					0.10	-0.09	-0.04	0.04	-0.17	-0.05	0.14
5						0.23	-0.03	-0.31	0.06	-0.33	0.18
6							<i>0.14</i>	0.06	0.30	-0.10	<i>0.14</i>
7								0.12	0.23	0.22	-0.07
8									0.18	0.25	0.08
9										0.10	<i>0.13</i>
10											-0.27
11											

1. Ratio market-to-book (MTB).
2. Inverse de la valeur comptable de l'action (1/VCA).
3. Return on Equity (ROE).
4. Pourcentage de la rémunération des administrateurs par rapport aux capitaux propres (RÉM_i).
5. Pourcentage des actions détenues par les administrateurs par rapport au total d'actions (ACTIONS).
6. Taille du conseil d'administration (TAILLE).
7. Fréquence annuelle des réunions (RÉUNIONS).
8. Proportion des administrateurs non reliés (INDÉP).
9. Taille du comité de vérification (CV).
10. Type d'actionnariat (TYPE).
11. Séparation du poste et du chef de la direction et de président du conseil d'administration (ABS.DUALITÉ).

Les valeurs en gras indiquent qu'il s'agit d'une corrélation significative à 0.01 bilatéral alors que celles en italique indiquent qu'il s'agit d'une corrélation significative à 0.05 bilatéral.

3.2 Analyse statistique et économique du modèle de la valorisation boursière

3.2.1 Analyse descriptive des variables indépendantes du modèle de la valorisation boursière

Le tableau 3.5 nous décrit les valeurs minimale, maximale et l'écart type de chaque variable indépendante. Il apparaît dans ce tableau que le pourcentage des actions détenues par les administrateurs est la variable indépendante la plus volatile de tous les facteurs explicatifs. En effet, la variabilité de cette donnée (15.32) est 2.6 fois la moyenne observée sur la période de notre échantillon (5.93). De plus, le pourcentage des administrateurs non reliés présente un écart type de 13.8, ce qui serait dû à l'étendue assez grande entre le minimum observé de 38.46 % et le maximum de 100 % d'administrateurs non reliés. Les autres facteurs semblent relativement stables d'une année à l'autre.

Tableau 3.5 Statistiques relatives aux variables explicatives de la valorisation boursière

VARIABLE INDÉPENDANTE	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart type
RÉM ₂	0.00	0.04	0.01	0.01
ACTIONS	0.01	72.99	5.93	15.32
TAILLE	4	18	11.70	2.70
RÉUNIONS	1	34	9.64	4.10
INDÉP	38.46	100.00	77.50	13.80
CV	3	9	4.68	1.37

La signification des variables est donnée ci-après :

ACTIONS	Pourcentage des actions détenues par les administrateurs par rapport au total des actions.
CV	Taille du comité de vérification.
INDÉP	Proportion des administrateurs non reliés.
RÉM ₂	Pourcentage de la rémunération des administrateurs en fonction du nombre total d'actions.
RÉUNIONS	Fréquence annuelle des réunions du conseil d'administration.
TAILLE	Taille du conseil d'administration.
TYPE	Type d'actionnariat.

3.2.2 Analyse descriptive des variables binaires du modèle de la valorisation boursière

En ce qui concerne le type d'actionnariat, nous remarquons que sa fréquence relative est équilibrée avec un légère avance pour les entreprises de type managérial (132 versus 131), comme on l'avait d'ailleurs remarqué dans le modèle de la prime de marché. De même, la tendance observée dans le premier modèle se confirme au niveau de la dualité de la personne qui occupe les fonctions de président du conseil d'administration et de chef de la direction puisque 77.9 % des entreprises ne présentent pas une telle dualité.

Tableau 3.6

Fréquences des variables binaires du le modèle de la valorisation boursière

VARIABLE BINAIRE	Fréquence		Pourcentage	
	0	1	0	1
TYPE	131	132	49.8	50.2
DUALITÉ	58	205	22.1	77.9

3.2.3 Analyse de corrélation du modèle de la valorisation boursière

Le tableau 3.7 nous permet d'analyser l'existence éventuelle du problème de multicolinéarité du modèle du cours boursier. En calculant les coefficients de corrélation linéaire entre les variables indépendantes prises deux à deux, nous n'avons trouvé aucun problème de multicolinéarité. Il existe cependant quelques niveaux de corrélation entre les variables explicatives mais qui sont jugés comme acceptables car les coefficients respectifs sont inférieurs à 0.80. Ainsi, à 1% bilatéral, il existe une corrélation positive entre le pourcentage de la rémunération des administrateurs par rapport au total des actions en circulation et la valeur comptable de l'action (0.29) et le résultat par action (0.24). Cette dernière est également corrélée à la valeur comptable de l'action (0.40). De même, la taille du comité de vérification est positivement corrélée à la taille du conseil d'administration (0.32), à la fréquence annuelle des réunions (0.22) et à l'indépendance du conseil d'administration (0.21). Au niveau de l'absence de dualité, on remarque également une corrélation positive avec la rémunération relative des administrateurs (0.21), le pourcentage

des actions détenues par les administrateurs (0.18) et la taille du conseil d'administration (0.12). De plus, le type d'actionnariat est positivement corrélé avec la fréquence annuelle des réunions (0.21), le pourcentage des administrateurs non reliés (0.26) et l'indépendance du conseil d'administration (0.26). La même variable est négativement corrélée avec le pourcentage de la rémunération des administrateurs par rapport aux actions détenues (-0.22) et le pourcentage des actions détenues par les administrateurs (-0.33). À 5% bilatéral par contre, on remarque que la taille du conseil d'administration est positivement corrélée avec le résultat par action (0.15) et la valeur comptable de l'action (0.14).

Tableau 3.7 Matrice de corrélation du modèle de la valorisation boursière

	CB	VCA	RPA	RÉM ₂	ACTIONS	TAILLE	RÉUNION	INDÉP	CV	TYPE	ABS. DUALITÉ
1		0.57	0.44	0.50	0.42	0.09	-0.06	-0.11	0.07	-0.22	0.01
2			0.50	0.29	0.02	0.14	0.01	0.15	0.08	-0.01	0.01
3				0.24	0.10	0.15	-0.09	0.07	0.11	-0.05	-0.01
4					0.23	-0.02	-0.31	0.11	0.06	-0.22	0.21
5						0.12	0.06	-0.31	0.05	-0.33	0.18
6							0.12	0.06	0.32	-0.08	0.12
7								0.10	0.22	0.21	-0.07
8									0.21	0.26	0.09
9										0.10	0.15
10											-0.26
11											

Les variables du tableau 3.7 sont définies comme suit :

1. Cours boursier (CB).
2. Valeur comptable de l'action (VCA).
3. Résultat par action (RPA).
4. Pourcentage de la rémunération des administrateurs par rapport au nombre total d'actions (RÉM₂).
5. Nombre relatif des actions détenues par les administrateurs (ACTIONS).

6. Taille du conseil d'administration (TAILLE).
7. Fréquence annuelle des réunions (RÉUNIONS).
8. Proportion des administrateurs non reliés (INDÉP).
9. Taille du comité de vérification (CV).
10. Type d'actionnariat (TYPE).
11. Séparation des postes de CEO et de président du conseil d'administration (ABS.DUALITÉ).

Les valeurs en gras indiquent qu'il s'agit d'une corrélation significative à 0.01 bilatéral alors que celles en italique indiquent qu'il s'agit d'une corrélation significative à 0.05 bilatéral.

Ce chapitre nous aura permis de comprendre les valeurs descriptives de notre échantillon. De plus, nous avons pu tester l'existence éventuelle d'un problème de corrélation entre les variables indépendantes et nous n'en avons pas trouvé. Dans la plupart des variables, les statistiques descriptives diffèrent d'un modèle à un autre. Dans d'autres cependant, telles que celles relatives aux variables binaires, nous sommes arrivés aux mêmes observations dans les deux modèles.

Dans le quatrième et dernier chapitre, nous allons faire l'analyse proprement dite des deux modèles proposés au deuxième chapitre.

CHAPITRE IV

ANALYSE STATISTIQUE PAR RÉGRESSION LINÉAIRE MULTIPLE

Dans ce quatrième et dernier chapitre, nous allons discuter des résultats obtenus suite aux tests statistiques effectués sur les deux modèles. Nous ferons également une comparaison relative à la robustesse de chacun des modèles proposés.

4.1 Conditions d'utilisation de la régression linéaire multiple

Nous utilisons dans cette recherche deux modèles de régression multiple qui constituent une généralisation de la régression linéaire simple dont les hypothèses sont très semblables.

Ainsi, dans notre cas, les cinq hypothèses suivantes sous-tendent notre analyse exprimée dans ce chapitre ¹⁴.

- La linéarité : Pour apprécier la linéarité de la variable indépendante (x_j) par rapport à la variable dépendante (Y), on régresse cette dernière sur l'ensemble des variables indépendantes moins x_j , et on régresse x_j par les autres variables indépendantes.
- L'homoscédasticité (constance de la variance): Le terme d'erreur ϵ_i est une variable aléatoire de moyenne 0 et de variance constante $E(\epsilon_i) = 0$ et $\text{Var}(\epsilon_i) = \sigma^2$ pour tout i .

¹⁴ Gérald Baillargeon, *Méthodes statistiques*, Les éditions SMG, 2^{ème} édition :Trois-Rivières, 2002, p. 677.

- L'absence d'autocorrélation (indépendance des erreurs): Il n'existe aucune corrélation entre les erreurs, c'est-à-dire $\text{cov}(\epsilon_i, \epsilon_j) = 0$ pour tout i et tout j , avec i différent de j .
- La normalité : Les valeurs de la variable dépendante sont normalement distribuées pour chaque valeur de la variable indépendante. De plus, les fluctuations aléatoires ϵ_i sont distribuées normalement.
- L'absence de multicollinéarité : Nous avons remarqué qu'aucune corrélation entre variables indépendantes ne dépasse 0.80 et que les corrélations entre la variable dépendante et les variables indépendantes ne sont pas fortes.

4.2 Analyse du pouvoir explicatif du modèle de la prime de marché

4.2.1 Analyse de la significativité globale du modèle

L'analyse globale du ratio *market-to-book* en tant que variable dépendante dans notre étude est faite avec le test de Fisher. Pour effectuer ce test, nous comparons en fait deux variances, soit le carré moyen dû à la régression et le carré moyen résiduel. Nous avons procédé par régression hiérarchique en opérant une séparation entre les variables indépendantes de nature comptable à savoir l'inverse de la valeur comptable de l'action et le rendement des capitaux propres (modèle 1) et celles incluant ces dernières et les normes de gouvernance (modèle 2).

Dans nos résultats exprimés dans le tableau 4.1, nous avons trouvé que la variation du F de Fisher (*F Change*) est très significative avec un p-value très petit de 0.000. Nous pouvons donc affirmer que le degré de conviction est plus faible que le risque choisi (0.05) de rejeter à tort l'hypothèse nulle selon laquelle tous les coefficients $\beta_1, \beta_2, \beta_3$, etc sont nuls. Ceci signifie donc qu'au moins un des coefficients β est non nul. La variation du F de Fisher du modèle 1 au modèle 2 signifie qu'en ajoutant les variables indépendantes de gouvernance aux deux variables comptables, cette quantité mathématique varie de 8.546 et reste très significative. De même, la proportion expliquée du modèle passe de 15.4 % lorsqu'on utilise la seule variable comptable à 30.7 % lorsqu'on ajoute les variables de gouvernance, soit une augmentation statistiquement significative de 15.3 % de la variance.

Ces résultats sont intéressants si on les compare à d'autres recherches telles que celle de Larker et al. (2004) qui ont examiné la relation entre un ensemble de facteurs de gouvernance et de mesures variées de comportement de la direction et la performance corporative. Dans l'ensemble, les 13 facteurs de gouvernance n'expliquent que de 1.0 à 9.1 % de la performance corporative. D'après ces auteurs, les modèles classiques mesurant les indicateurs de gouvernance comme variables indépendantes ont un faible pouvoir explicatif de la performance organisationnelle.

De leur côté, Ho et Williams (2003) ont utilisé un échantillon de 286 entreprises publiques sud-africaines, suédoises et britanniques. En considérant certaines caractéristiques du conseil d'administration telles que sa composition, sa taille et en définissant la performance comme l'efficacité de la valeur ajoutée, les auteurs n'ont trouvé aucune relation entre ces caractéristiques et la performance corporative.

Booth et al. (2002) ont examiné l'effet de la réglementation d'un secteur donné sur l'efficacité d'un conseil d'administration. Ils ont en effet étudié spécialement le secteur financier et celui des services aux collectivités qui sont le plus réglementés. Dans l'ensemble des secteurs d'activités, la proportion des administrateurs externes sur le conseil d'administration est négativement corrélée à la propriété par les administrateurs et les dirigeants mais n'est pas affecté par la dualité CEO/ président du conseil d'administration. Ces relations sont cependant plus faibles dans les entreprises réglementées, à savoir les banques et les services aux collectivités. Les auteurs en concluent que la réglementation limite la discrétion de la direction et que la nécessité pour des mécanismes de contrôle des conflits d'agence est moins critique. La réglementation fournit donc une alternative au monitoring par un conseil d'administration indépendant. Cette conclusion rejoint celle de Demsetz (1983) et Baysinger et Zardkoohi (1986) qui notent des différences entre les conseils des services aux collectivités et des firmes industrielles en général. Flannery (1998) aborde aussi dans le même sens pour ce qui est des banques.

Tableau 4.1 Significativité globale du modèle de la prime de marché

	Variation de R^2	Variation de R^2 ajusté	Variation du F de Fisher	Significativité de la variation de F
Modèle 1	0.174	0.154	9.036	0.000
Modèle 2	0.170	0.153	8.120	0.000
Total	0.344	0.307	17.156	0.000

4.2.2 Analyse de la contribution marginale des variables explicatives du modèle de la prime de marché

Nous allons examiner dans les lignes qui suivent la contribution de chaque variable explicative prise individuellement pour estimer son apport dans l'explication du phénomène étudié, en supposant que c'est la dernière qui est entrée dans le modèle. Pour contrôler le biais éventuel qui serait dû au fait que nous avons utilisé des données de panel sur une période de cinq ans, nous avons ajouté dans le traitement statistique les variables de contrôle: Contrôle de l'année 2001, contrôle de l'année 2002, contrôle de l'année 2003 et contrôle de l'année 2004. Ces variables de contrôle ont été codées 1 lorsque la donnée est une intersection en ligne et en colonne de la même année, et 0 dans le cas inverse.

Nous avons par ailleurs calculé les *variance of inflation* (VIF) pour lesquelles aucune n'est supérieure à 4, ce qui nous amène à confirmer qu'il y a absence de problème de multicolinéarité dans notre modèle de la prime de marché.

Nos commentaires porteront sur les variables indépendantes significatives d'une part puis sur celles non significatives d'autre part.

4.2.2.1 Le pourcentage de la rémunération des administrateurs ($R\acute{E}M_1$)

Rapporté en pourcentage des capitaux propres, la rémunération versée aux administrateurs est une variable significative expliquant la performance corporative ($p = 0.000$). Nous

avons décelé une relation positive conformément à notre première hypothèse formulée au deuxième chapitre. Linn et Park (2005) ont exploré la relation entre la rémunération des administrateurs externes et les opportunités d'investissement de la firme. De façon générale, la politique de rémunération des administrateurs sert à attirer les administrateurs dont la productivité marginale interagit avec les opportunités d'investissements de l'entreprise pour produire le gain maximal. En fait, poursuivent les auteurs, les entreprises répondent aux problèmes de motivation des administrateurs externes pour agir dans l'intérêt des actionnaires, de la même façon que l'on motive le CEO pour agir dans ce sens.

4.2.2.2 Le pourcentage des actions détenues par les administrateurs (ACTIONS)

Le pourcentage des actions détenues par les administrateurs est statistiquement significatif ($p = 0.000$) conformément à notre deuxième hypothèse. En effet, il y a une corrélation positive entre le ratio *market-to-book* et cette variable. De son côté, Koskin (1990) affirme que le ratio de la propriété des administrateurs externes est pertinent pour expliquer l'effet des conseils d'administration sur les décisions critiques telles que les chantages financiers (*greenmail*). Klein (1998) a trouvé une faible évidence d'une relation positive entre la performance corporative et la présence d'au moins un administrateur externe avec 5% des actions détenues.

4.2.2.3 La taille du conseil d'administration (TAILLE)

La taille du conseil d'administration est une variable significative dans l'explication de la performance corporative mesurée par le ratio *market-to-book* ($p = 0.004$). Cependant, le sens de la relation est négatif, ce qui signifie que plus la taille du conseil d'administration est grande, plus le ratio ci-dessus est faible. Il faut dire ici que le lien entre la performance et la taille du conseil d'administration est mitigé. En effet, les recherches antérieures tendent à affirmer que la taille du conseil d'administration explique partiellement le succès de l'entreprise alors que d'autres concluent dans le sens opposé. Notre résultat est conforme à celui de Hossain et al. (2002) qui ont trouvé dans une étude sur un échantillon néo-

zélandais que la performance de la firme est inversement reliée à la taille de son conseil d'administration.

Yermack (1996), en utilisant une autre mesure, à savoir le Q de Tobin a trouvé une relation inverse entre la taille du conseil d'administration et la valeur de l'entreprise. Ainsi, les entreprises ayant de petits conseils d'administration font montre de valorisation plus favorable au niveau des ratios financiers et de la performance du CEO. Ce résultat rejoint celui de Lipton et Lorsch (1992) qui ont suggéré que les conseils d'administration de grande taille sont caractérisés par une pauvreté de communication et que le processus de la prise de décision est peu efficace. Ainsi donc, les incitatifs à la performance du CEO fournis par le conseil d'administration à travers le salaire et la menace de congédiement opèrent moins fortement quand la taille du conseil d'administration augmente. Anderson et al. (2004) trouvent eux aussi une relation négative entre la taille du conseil d'administration et la performance corporative mesurée par le coût de la dette.

4.2.2.4 La fréquence annuelle des réunions (RÉUNIONS)

Dans le modèle de la prime de marché, nous avons remarqué que la fréquence annuelle n'est une variable explicative ($p = 0.493$). Notre résultat n'est pas comparable à celui trouvé par Vafes (1999) qui a conclu que le nombre annuel des réunions du conseil d'administration est relié à la valeur de la firme ($p = 0.01$) mais dans le sens inverse (coefficient de -0.687).

4.2.2.5 La proportion des administrateurs non reliés (INDÉP)

Dans notre échantillon, la variable explicative «proportion des administrateurs non reliés» n'est pas significative dans le modèle de la prime de marché ($p = 0.293$). Ce résultat pourrait être comparé à l'analyse de Warther (1998) selon laquelle le conseil d'administration, d'une façon générale, performe peu et qu'aucun monitoring n'est fait. Par contre, il fournirait des contacts et conseillerait la haute direction. Le conseil d'administration servirait simplement comme une chambre de discipline et agirait

seulement en situation de crise. Par contre, il n'établit pas des objectifs de base, ne pose pas de questions « pointues » et, plus grave encore, il ne sélectionne pas le président de la société.

Agrawal et Knoeber (1996) ont constaté que la performance corporative est négativement reliée au pourcentage de membres externes du conseil d'administration. Ils concluent que les conseils d'administration ne sont pas construits de façon optimale pour maximiser la valeur de la firme. D'autres auteurs vont jusqu'à dire que l'indépendance du conseil d'administration a une incidence négative sur la performance corporative. Ceci serait justifié par le fait que les administrateurs externes siégeant sur de nombreux conseils d'administration n'ont pas le temps de comprendre la complexité de la firme (Baysinger et Hoskin, 1990).

En fait, on peut s'interroger sur l'efficacité des administrateurs externes ou non reliés selon la nouvelle terminologie de la Bourse de Toronto. En effet, Conyon et Read (2005) ont examiné les coûts et les bénéfices occasionnés par les administrateurs non reliés aussi bien pour l'entreprise d'origine que pour celle où ils sont appelés à siéger au conseil d'administration. La firme employeur ne connaît pas l'habileté latente de son CEO, la valeur créée par ses préoccupations d'administrateur externe et le niveau des efforts qu'il fait. Certains pensent que l'expérience tirée des activités en tant qu'administrateur externe peut être appliquée à l'entreprise qui emploie le CEO (entreprise locale). Aussi, le marché du travail des dirigeants valoriserait-elle de telles caractéristiques du chef de la direction.

4.2.2.6 La taille du comité de vérification (CV)

Dans notre échantillon, la taille du comité de vérification n'est pas un facteur explicatif de la performance de la firme ($p = 0.181$), lorsque cette dernière est exprimée par le ratio *market-to-book*. Sur un échantillon d'entreprises britanniques, Mangena et Pike (2005) ont trouvé un résultat similaire quant au rôle joué par le comité de vérification puisqu'il n'existerait aucune relation significative entre la taille du comité de vérification et l'étendue de divulgation des rapports intérimaires.

En considérant un autre aspect du comité de vérification, à savoir son indépendance, Anderson et al. (2004) ont conclu, sur base d'un échantillon américain de 252 entreprises de la S&P500 que les comités de vérification indépendants, plutôt que l'expertise de chaque administrateur, fournissent un impact important à la firme. Notons que dans notre étude, près de 96% des membres des comités de vérification sont présumés indépendants. Dans le même ordre d'idées, Levitt¹⁵ (1999), pour exprimer l'importance que le comité de vérification prend, a affirmé que la supervision efficace du processus d'information dépend dans une large part d'un comité de vérification compétent, qualifié et engagé, représente les meilleurs gardiens de l'intérêt public par une action courageuse. Enfin, Song et Windram (2004) ont montré que les conseils d'administration indépendants promeuvent des comités de vérification efficaces dans la communication de l'information financière.

Dans ce sens, notre test a échoué à déceler une relation entre la taille du comité de vérification et la performance corporative.

4.2.2.7 Le type d'actionnariat (TYPE)

Dans notre modèle de la prime de marché, cette variable de contrôle n'a pas d'impact ($p = 0.256$) sur le ratio *market-to-book*. Les recherches antérieures trouvent des résultats contradictoires quant au rôle joué par le type d'actionnariat sur la performance. Ainsi, Clark et Wojcik (2003) ont trouvé une relation négative entre la concentration de la propriété et la performance journalière moyenne mesurée par le prix boursier de clôture. Chen (2001), quant à lui, en utilisant un échantillon d'entreprises publiques chinoises a trouvé une forte relation entre la concentration de la propriété et la performance mesurée par le Q de Tobin.

Enfin, Mueller et Spitz-Oener (2006), en se basant sur un échantillon d'entreprises allemandes, ont analysé la relation existant entre l'actionnariat de type managérial et la performance. Ils ont remarqué que la performance des entreprises de type managérial mesurée par le bénéfice net dépasse d'environ 40 % celle des autres catégories.

¹⁵ Arthur Levitt est un ancien président de la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

4.2.2.8 La non-dualité du poste de président du conseil d'administration et de chef de la direction (ABS.DUALITÉ)

Cette variable n'est pas un facteur explicatif de la création de valeur pour les actionnaires représenté par le ratio *market- to- book* ($p = 0.723$). Que les deux fonctions soient séparées ou pas, cela n'a pas d'importance.

Tableau 4.2

Contribution marginale des variables indépendantes dans le modèle de la prime de marché

Variable indépendante	Signe prévu	Coefficient non standardisé	Écart type	Coefficient standardisé	t de Student	Valeur de p
CONSTANTE		3.019	0.520		5.811	0.000
1/VCA		3.334	0.691	0.293	4.828	0.000
ROE		0.007	0.004	0.104	1.855	0.065
RÉM ₁	+	7.711	1.595	0.273	4.833	0.000
ACTIONS	+	0.021	0.005	0.235	3.968	0.000
TAILLE	+/-	-0.079	0.027	-0.164	-2.892	0.004
RÉUNIONS	+/-	0.013	0.019	0.041	0.687	0.493
INDÉP ₁	+/-	-0.006	0.005	-0.063	-1.098	0.273
CV	+/-	-0.074	0.055	-0.078	-1.342	0.181
TYPE		0.173	0.152	0.067	1.139	0.256
ABS.DUALITÉ		0.062	0.175	0.020	0.355	0.723
Contrôle 2001		0.029	0.216	0.009	0.135	0.893
Contrôle 2002		-0.296	0.215	-0.092	-1.375	0.170
Contrôle 2003		0.090	0.214	0.028	0.419	0.675
Contrôle 2004		0.179	0.215	0.055	0.834	0.405

Les variables ci-dessus sont définies comme suit :

ABS.DUALITÉ	Séparation des postes de chef de la direction et de président du conseil d'administration. Cette variable binaire est notée 1 s'il y a absence de dualité, 0 sinon.
ACTIONS	Nombre d'actions détenues par les administrateurs*100 /Nombre total d'actions.
CV	Taille du comité de vérification.
INDÉP	Proportion des administrateurs non reliés.
<i>Market-to-Book</i>	Valeur au marché des capitaux propres à la fin de l'exercice fiscal/ Valeur comptable des capitaux propres.
RÉM _i	Rémunération des administrateurs*100 /Valeur comptable des capitaux propres.
RÉUNIONS	Fréquence annuelle des réunions du conseil d'administration.
ROE	Rendement des capitaux propres.
TAILLE	Taille du conseil d'administration.
TYPE	Type d'actionnariat. Variable binaire notée 1 si l'actionnariat est de type managérial, 0 sinon.
1/VCA	Inverse de la valeur comptable de l'action.

4.3 Analyse du pouvoir explicatif du modèle de la valorisation boursière dans la création de la valeur pour les actionnaires

4.3.1 Analyse de la significativité globale du modèle de la valorisation boursière

Comme dans le premier modèle de la prime de marché, nous avons utilisé une régression hiérarchique nous permettant de constater le pouvoir explicatif du modèle en considérant d'abord les variables comptables et ensuite en intégrant les variables de gouvernance. Dans le premier cas, la proportion de la variance expliquée est de 39.0% alors que dans le deuxième elle est de 63.0%, soit une variation de 24.0%. Il est intéressant de noter ici que la quantité mathématique F de Fisher varie de 20.074 du modèle 1 au modèle 2, ce qui représente une significativité très élevée, soit $p = 0.000$. Il faut noter cependant qu'il existe une relation «naturelle» dans le cas de la valorisation entre le cours de l'action et sa valeur comptable, ce qui nous amène à relativiser l'écart apparemment élevé entre les deux pouvoirs explicatifs.

Tableau 4.3 Significativité globale du modèle de la valorisation boursière

Modèle du cours boursier	Variation de R^2	Variation de R^2 ajusté	Variation du F de Fisher	Significativité de la variation de F
Modèle 1	0.390	0.376	27.275	0.000
Modèle 2	0.240	0.233	20.074	0.000
Total	0.630	0.609	47.349	0.000

4.3.2 Analyse de la contribution marginale des variables explicatives du modèle de la valorisation boursière

Nous analyserons dans un premier temps les variables significatives à 5% bilatéral ou unilatéral selon que le sens de la corrélation était prévu ou non dans nos hypothèses de recherche. Dans un deuxième temps, nous commenterons les variables qui ne sont pas significatives à ce même seuil. Enfin, comme pour le modèle de la prime de marché, nous avons calculé les *variance of inflation* (VIF) et avons remarqué qu'aucune d'elle n'est supérieure à 4, ce qui nous permet de confirmer qu'il n'existe pas de problème de multicolinéarité.

4.3.2.1 Le pourcentage de la rémunération versée aux administrateurs par rapport au nombre total d'actions ($R\acute{E}M_2$)

La rémunération par action versée aux administrateurs s'avère être une variable positivement corrélée au cours boursier en vigueur après une période de trois mois suivant la fin d'année fiscale ($p=0.000$). Ce résultat confirme celui que nous avons trouvé dans le modèle de la prime de marché. On pourrait suggérer que le fait de faire converger les intérêts des administrateurs et ceux des actionnaires expliquerait la corrélation trouvée ci-dessus. Ceci pourrait s'expliquer par le fait que la rémunération est structurée pour inciter les administrateurs à travailler fort et à pallier à leur aversion naturelle face au risque (Prendergast, 1999).

Bender (2003) s'est intéressée à la façon dont la rémunération des administrateurs est faite en utilisant un échantillon britannique. Elle a trouvé que la structure des rémunérations est

influencée par le marché et éclaire le problème de détermination d'un comparateur de marché approprié.

4.3.2.2 Le pourcentage des actions détenues par les administrateurs (ACTIONS)

Au seuil de confiance de 5%, cette variable est significative et positivement corrélée à la variable dépendante ($p = 0.000$). Ce résultat est conforme à celui que nous avons trouvé dans le cas du modèle de la prime de marché. Il faut noter cependant que certaines études comme celles de Fowler et Mallette (1992) n'ont trouvé aucune influence du poids de l'actionnariat des administrateurs. Ainsi par exemple, ils ont trouvé que le nombre d'actions détenues par les administrateurs externes n'influence en rien la prise de décision des investisseurs hostiles en ce qui concerne l'entreprise au sein de laquelle ils siègent au sein du conseil d'administration. Selon Anderson et al (2004), il n'y a aucune relation entre le volume des actions détenues par les administrateurs et la performance de l'entreprise mesurée par le coût de la dette.

4.3.2.3 La taille du conseil d'administration (TAILLE)

La taille du conseil d'administration est une variable significative dans le modèle de la valorisation boursière ($p = 0.035$). Cette relation est également négative comme nous l'avons constaté dans le modèle de la prime de marché. Ceci suggère encore une fois que plus la taille du conseil d'administration est élevée, moins la performance boursière de l'action est bonne. Comme nous l'avons signalé plus haut, une grande taille du conseil d'administration n'est donc pas nécessairement une bonne chose pour l'entreprise. Dans notre échantillon, ce nombre varie de quatre à dix-huit personnes avec une moyenne d'environ douze administrateurs, ce qui est supérieur à la norme de sept à huit administrateurs par conseil (Jensen, 1993).

4.3.2.4 La proportion des administrateurs non reliés (INDÉP)

Contrairement aux résultats trouvés dans le modèle de la prime de marché, le pourcentage des administrateurs non reliés est une variable significative ($p = 0.021$) dans le modèle de la valorisation boursière. Le signe de la corrélation est cependant négatif.

Erickson et al. (2005) ont aussi remarqué l'existence d'une relation négative entre l'indépendance du conseil d'administration et la valeur de la firme, contrariant l'argument selon lequel une grande indépendance fournit des avantages. Ceci s'explique par le fait que les firmes avec une faible performance ajoutent des membres externes au conseil d'administration en remplacement des administrateurs internes, afin d'apaiser les investisseurs mécontents.

4.3.2.5 L'absence de dualité (ABS.DUALITÉ)

En tant que variable de contrôle, l'absence de dualité entre la personne qui occupe le poste de chef de la direction et celui de président du conseil d'administration est significative ($p = 0.011$) et de signe négatif. Ce résultat signifie que le fait que dans une structure où les deux fonctions ne sont pas occupées par une même personne, on enregistre une mauvaise performance boursière. Une explication possible à cette situation serait le fait que le chef de la direction est bien indiqué pour la formulation de la stratégie de l'entreprise, une tâche dévolue au conseil d'administration.

Une autre explication serait que les conseils d'administration avec dualité sont susceptibles d'être en association avec un actionnariat concentré, d'où une main mise sur le conseil d'administration et souvent plus efficace (corrélation de -27% entre l'absence de dualité et l'actionnariat diffus). Donc, cela capterait partiellement le contrôle concentré au niveau du conseil d'administration.

4.3.2.6 Le type d'actionnariat (TYPE)

Comme dans le modèle de la prime de marché, le type d'actionnariat que nous avons utilisé comme variable de contrôle, s'avère être non significatif ($p = 0.274$). Ceci suggère que le fait que l'entreprise soit de type managérial ou non n'influence pas la performance boursière de l'action.

4.3.2.7 La fréquence annuelle des réunions du conseil d'administration (RÉUNIONS)

Le nombre de réunions tenues par les administrateurs durant l'année fiscale n'est pas une variable significative ($p=0.202$). Ce constat est également confirmé par nos résultats dans le modèle de la prime de marché.

4.3.2.8 La taille du comité de vérification (CV)

Cette variable n'est pas significative lorsque la variable dépendante est le cours boursier constaté trois mois après la clôture de l'exercice fiscal ($p=0.13$). Un résultat similaire a été constaté dans le cas du modèle de la prime de marché. Nous en concluons que dans notre échantillon, la taille du comité de vérification importe peu. Ceci suggère que dans le système de gouvernance corporative, la place du comité de vérification tant au niveau de son indépendance qu'à celui de sa taille est loin de rencontrer un certain consensus.

4.3.2.9 La valeur comptable de l'action (VCA)

Tel que prévu dans le modèle de la valorisation boursière, la valeur comptable est positivement corrélée à la variable dépendante ($p=0.000$).

Le tableau 4.4 nous donne les informations sur la contribution marginale de chaque variable explicative du modèle du cours boursier.

Tableau 4.4
Contribution marginale de chaque variable explicative du modèle de la valorisation boursière

	Signe prévu	Coefficients non standardisés	Écart type	Coefficients standardisés	t de Student	Valeur de p
CONSTANTE		31.598	6.249		5.056	0.000
VCA		0.788	0.079	0.463	9.966	0.000
RPA		0.863	0.414	0.098	2.083	0.038
RÉM ₂	+	1089.064	180.887	0.266	6.021	0.000
ACTIONS	+	0.448	0.064	0.317	6.961	0.000
TAILLE	+/-	-0.726	0.342	-0.091	-2.123	0.035
RÉUNIONS	+/-	-0.280	0.219	-0.053	-1.279	0.202
INDÉP	+/-	-0.161	0.069	-0.103	-2.323	0.021
CV	+/-	1.032	0.679	0.065	1.520	0.130
TYPE		-2.103	1.920	-0.049	-1.095	0.274
ABS.DUALITÉ		-5.607	2.184	-0.108	-2.567	0.011
Contrôle 2001		2.823	2.674	0.052	1.056	0.292
Contrôle 2002		-3.214	2.709	-0.060	-1.186	0.237
Contrôle 2003		4.588	2.676	0.086	1.714	0.088
Contrôle 2004		7.582	2.720	0.140	2.787	0.006

Les variables dépendante et indépendantes sont définies comme suit :

ABS.DUALITÉ	Séparation des postes de chef de la direction et de président du conseil d'administration.
ACTIONS	Cette variable binaire est notée 1 s'il y a absence de dualité, 0 sinon. Nombre d'actions détenues par les administrateurs*100 /Nombre total d'actions.
CV	Taille du comité de vérification.
INDÉP	Proportion des administrateurs non reliés.
Market-to-Book	Valeur au marché des capitaux propres à la fin de l'exercice fiscal/ Valeur comptable des capitaux propres.
RÉM ₁	Rémunération des administrateurs*100 /Valeur comptable des capitaux propres.

RÉUNIONS	Fréquence annuelle des réunions du conseil d'administration.
ROE	Rendement des capitaux propres.
TAILLE	Taille du conseil d'administration.
TYPE	Type d'actionnariat. Variable binaire notée 1 si l'actionnariat est de type managérial, 0 sinon.
1/VCA	Inverse de la valeur comptable de l'action.

4.4 Analyse de sensibilité

4.4.1 Analyse de sensibilité de l'indépendance du conseil d'administration dans le modèle de la prime de marché

Pour tester l'importance du concept d'administrateur non relié, nous avons remplacé dans le modèle initial, la proportion d'administrateurs non reliés par l'indépendance du conseil d'administration en la codant de façon binaire ($p=0.348$). Ainsi, nous avons codé 1 si le conseil d'administration comprend plus de 50% d'administrateurs non reliés et 0 dans le cas inverse.

Toutes les variables indépendantes restent les mêmes que dans le modèle initial à l'exception du pourcentage des administrateurs non reliés qui est remplacé par l'indépendance du conseil d'administration.

De même que pour les premiers résultats dans le modèle initial, ce deuxième test nous montre que la variable «proportion des administrateurs non reliés» est non significative lorsqu'elle est mesurée de façon binaire. Nous en concluons que le premier modèle n'est pas en mesure de capter éventuellement l'importance de cette nuance dans le resserrement de la définition de la notion d'indépendance du conseil d'administration par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM).

4.4.2 Analyse de sensibilité de l'indépendance du conseil d'administration dans le modèle de la valorisation boursière

Comme dans le test précédent, nous avons remplacé dans le modèle initial de la valorisation boursière, la variable de la proportion des administrateurs non reliés par l'indépendance du conseil d'administration par rapport à la direction. Cette variable substitut est notée 1 lorsque ce pourcentage est supérieur à 50 % et 0 dans le cas inverse. Les résultats nous

indiquent que cette nouvelle variable n'est pas significative ($p = 0.158$), contrairement au modèle initial dans lequel le pourcentage des administrateurs non reliés est une variable significative et négativement corrélée à la performance boursière. Ici, le premier modèle parvient à capter la nuance introduite par les autorités boursières canadiennes au sujet de la notion d'indépendance du conseil d'administration.

4.5 Synthèse des résultats

Nous avons montré dans ce chapitre que la significativité des caractéristiques du conseil d'administration varie d'un modèle à l'autre.

Au niveau de la contribution marginale des variables explicatives du modèle de la prime de marché, seules trois des huit variables de gouvernance sont significatives et contribuent à l'explication de la performance corporative dans le modèle de la prime de marché. Il s'agit du pourcentage de la rémunération des administrateurs par rapport aux capitaux propres (H_1 avec $p = 0.000$), du pourcentage des actions détenues par les membres du conseil d'administration (H_2 avec $p = 0.000$) et de la taille du conseil d'administration (H_3 avec $p = 0.007$).

Dans le modèle de la valorisation boursière, le pouvoir explicatif imputable aux seules variables de gouvernance est de 24.0 %. Dans ce cas, les variables significatives et positivement corrélées au cours boursier sont : le pourcentage de la rémunération des administrateurs par rapport au nombre d'actions (H_1 avec $p = 0.000$) et le pourcentage des actions détenues par rapport au total des actions en circulation (H_2 avec $p = 0.000$). Par contre, nous avons noté que trois autres variables sont significatives mais négativement corrélées à savoir la taille du conseil d'administration (H_3 avec $p = 0.035$), le pourcentage des administrateurs non reliés (H_5 avec $p = 0.021$) et l'absence de dualité de la personne occupant les fonctions de président du conseil d'administration et de chef de la direction ($p = 0.011$).

Tableau 4.5.
Tableau synthétique des résultats de la recherche

Hypothèse	Variable opérationnelle	Modèle de la prime de marché	Modèle de la valorisation boursière
H1	Pourcentage de la rémunération des administrateurs	Supportée	Supportée
H2	Pourcentage des actions détenues par les administrateurs	Supportée	Supportée
H3	Taille du conseil d'administration	Supportée	Supportée
H4	Fréquence annuelle des réunions	Rejetée	Rejetée
H5	Pourcentage des administrateurs non reliés	Rejetée	Supportée
H6	Taille du comité de vérification	Rejetée	Rejetée

CONCLUSION GÉNÉRALE

Le conseil d'administration existe, non seulement à cause de la loi mais également car il s'agit d'une solution de marché à un problème de relations entre les diverses parties intéressées des organisations. Ce problème provient de la séparation entre la propriété et le contrôle, sous-entendant que la dispersion de l'actionnariat peut donner assez de liberté aux dirigeants pour dévier de l'objectif de maximisation de la richesse de l'actionnaire. Les discussions sur la gouvernance corporative ont été pendant longtemps une affaire des économistes et des juristes (Baysinger et Hoskisson, 1990).

Notre mémoire a mis en évidence le rôle joué par les administrateurs dans la création de valeur pour les actionnaires. Pour cela, nous sommes partis des normes de gouvernance en vigueur au Canada pour la période quinquennale de 2000 à 2004. Nous avons pris pour acquis que le contenu de ces normes traduit les attentes de la communauté des investisseurs en ce qui concerne la performance des conseils d'administration des entreprises cotées à la Bourse de Toronto.

Notre revue de la littérature nous a permis de comprendre que le rôle joué par le conseil d'administration ne rencontre pas le consensus des auteurs. D'aucuns pensent en effet que cet organe est le meilleur mécanisme interne de gouvernance avec la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) alors que d'autres lui attribuent un rôle protocolaire avec notamment la théorie managériale (Berle et Means, 1932).

Nous avons quant à nous proposé deux modèles empiriques pour capter le rôle supposé du conseil d'administration dans les entreprises publiques canadiennes.

Dans le premier modèle, nous avons évalué la création de valeur par la prime de marché dont la variable opérationnelle est le ratio *market-to-book*. À cette variable dépendante, nous avons mis en relation dix variables indépendantes et de contrôle, dont deux sont de

nature comptable, les autres se rapportant aux normes de gouvernance. Après avoir contrôlé l'effet de l'influence de la période annuelle étant donné qu'il s'agit de données de panel, nous avons constaté que le ratio ci-dessus est positivement corrélé au pourcentage de la rémunération des administrateurs et à celui des actions détenues, alors qu'il est négativement corrélé à la taille du conseil d'administration. Ces résultats suggèrent que d'une part, plus la rémunération des administrateurs est élevée, plus la performance corporative est grande. Il en est de même du pourcentage des actions détenues par les administrateurs. L'intérêt personnel des administrateurs les pousserait donc à plus travailler pour améliorer la performance corporative. Pour ce qui est de la taille du conseil d'administration qui est inversement proportionnelle au ratio *market-to-book*, on pourrait interpréter ce phénomène par le fait que la taille moyenne de l'échantillon est différente de la taille optimale.

Pour le deuxième modèle empirique, nous avons considéré le cours boursier en vigueur trois mois après la fin d'année fiscale comme un proxy approprié pour la création de valeur par l'entreprise. Ainsi, nous avons trouvé que cinq des dix variables sont significatives. Il s'agit du pourcentage de la rémunération versée aux administrateurs par rapport au nombre d'actions et du pourcentage d'actions détenu par ces derniers qui sont positivement corrélés avec la variable dépendante. Par contre, la taille du conseil d'administration, la proportion des administrateurs non reliés et l'absence de dualité sont des variables significatives mais inversement corrélées à la variable dépendante. Ceci suggère que les administrateurs non reliés ne maîtrisent pas nécessairement les affaires de l'entreprise, ce qui, indirectement, donne plus de crédit aux administrateurs reliés. Ce paradoxe ne fait que rallumer le débat sur l'indépendance du conseil d'administration par rapport à la direction de l'entreprise.

Pour tester justement la sensibilité de la notion d'administrateurs non reliés, nous avons proposé de modifier les deux modèles originaux en remplaçant cette variable par une variable binaire traduisant le fait que le conseil d'administration est indépendant ou non de la direction. Les résultats indiquent que le premier modèle n'est pas sensible au resserrement de la définition de l'indépendance du conseil d'administration alors que le deuxième l'est.

En définitive, le modèle de la valorisation boursière nous semble plus approprié que le modèle de la prime de marché puisqu'il présente plus de variables significatives.

Notre étude présente des lacunes. En voici quelques unes. Il s'agit notamment du fait que certains facteurs pouvant expliquer la performance de la firme comme la compétition n'ont pas été examinés. Selon Bozec (2005), la relation entre le conseil d'administration et la performance corporative est supportée seulement quand les entreprises font face à la compétition. En d'autres termes, le conseil d'administration est efficace lorsque les firmes évoluent dans un environnement compétitif. A cela s'ajoute le *turn over* du CEO qui est plus grande dans les entreprises avec une grande compétitivité par rapport à celles évoluant dans une industrie peu compétitive (DeFond et Park, 1999).

La performance individuelle des membres du conseil d'administration pourrait également influencer la performance corporative. Cet élément n'a pas été pris en considération faute de données disponibles même si cette information aurait permis de faire une analyse marginale plus complète. Il en est de même de la durée du mandat du conseil d'administration qui peut s'avérer un facteur intéressant dans l'explication de la performance de l'entreprise considérée. De plus, les analyses de régressions sont à interpréter avec prudence dans la mesure où il s'agit de données de panel. Dans ce cas, les régressions au sens des moindres carrés ordinaires risquent de ne pas bien prendre en compte des problèmes d'hétéroscédasticité et d'autocorrélation. Dès lors, la généralisation des résultats est problématique.

Enfin, l'expertise financière (comptable ou non comptable) des membres du comité de vérification est de plus en plus pris en considération lorsque les chercheurs s'intéressent au rôle du conseil d'administration des sociétés publiques. Cette norme de gouvernance, en vigueur aux États-Unis depuis la *loi Sarbanes-Oxley* de 2002 n'est cependant pas applicable dans notre échantillon car elle n'était pas encore en vigueur au Canada au 31 décembre 2004.

Des recherches futures pourraient s'intéresser au rôle joué par les conseils d'administration des sociétés fermées ou des entreprises publiques cotées sur plusieurs places boursières.

Enfin, il faudrait considérer d'utiliser des équations structurelles afin de tenir compte du phénomène d'endogénéité entre la gouvernance et des variables omises telles que la taille, les opérations à l'étranger, le secteur d'activités, le suivi des analystes, etc.

Ces trois aspects apporteraient une lumière nouvelle sur ce mécanisme de gouvernance dont le rôle n'a pas encore atteint de consensus.

APPENDICE A

ÉCHANTILLON

SECTEUR DE LA S&P/TSX	ID	NOM DE LA SOCIÉTÉ	SYMBOLE BOURSIER
10. ÉNERGIE	1	CANADIAN NATURAL RESOURCES	CNQ
	2	ENCANA CORPORATION	ECA
	3	HUSKY ENERGY INC	HSE
	4	IMPERIAL OIL LIMITED	IMO
	5	NEXEN INC	NXY
	6	PETRO-CANADA	PCA
	7	PRECISION DRILLING CORPORATION	PD
	8	SUNCOR ENERGY INC	SU
	9	TALISMAN ENERGY INC	TLM
	10	TRANSCANADA CORPORATION	TRP
15. MATÉRIAUX	11	ABITIBI-CONSOLIDATED INC	A
	12	AGRIUM INC	AGU
	13	ALCAN INC	AL
	14	BARRICK GOLD CORPORATION	ABX
	15	CAMECO CORPORATION	CCO
	16	DOFASCO INC	DFS
	17	DOMTAR INC	DTC
	18	INCO LIMITED	N
	19	KINROSS GOLD CORPORATION	K
	20	NOVA CHEMICALS CORPORATION	NCX
	21	NORANDA INC	NRD
	22	PLACER DOME INC	PDG
	23	POTASH CORPORATION OF SASKATCHEWAN	POT
	24	TECH COMINCO LIMITED	TEK.SV.B

APPENDICE A. ÉCHANTILLON (première suite)

SECTEUR DE LA S&P/TSX	ID	NOM DE LA SOCIÉTÉ	SYMBOLE BOURSIER
20. INDUSTRIE	25	BOMBARDIER INC	BBD.SV.B
	26	CAE INC	CAE
	27	CP SHIPS LIMITED	TEU
	28	CANADIAN NATIONAL RAILWAYS COMPANY	CNR
	29	CANADIAN PACIFIC RAILWAY LIMITED	CP
	30	MOLSON INC	MOL.B
	31	QUÉBECOR WORLD INC	IQW.SV
25. CONSOMMATION DISCRÉTIONNAIRE	32	CANADIAN TIRE CORPORATION LIMITED	CTR.NV
	33	FAIRMONT HOTELS & RESORTS INC	FHR
	34	MAGNA INTERNATIONAL INC	MG.SV.A
	35	THE THOMSON CORPORATION	TOC
30. CONSOMMATION DE BASE	36	COTT CORPORATION	BCB
	37	LOBLAW COMPANIES LIMITED	L
	38	WESTON LTD GEORGE	WN
35. SANTÉ	39	BIOVAL CORPORATION	BVF
	40	MDS INC	MDS
40. FINANCE	41	MANULIFE FINANCIAL CORPORATION	MFC
	42	SUN LIFE FINANCIAL INC	SLF

ÉCHANTILLON (deuxième suite)

SECTEUR DE LA S&P/TSX	ID	NOM DE LA SOCIÉTÉ	SYMBOLE BOURSIER
40.FINANCE (suite)	43	BRASCAN CORPORATION	BNN.LV.A
45.TECHNOLOGIE DE L'INFORMATION	44	ATI TECHNOLOGIES INCORPORATED	ATY
	45	CELESTICA INC	CLS.SV
	46	COGNOS INC	CSN
	47	NORTEL NETWORKS CORPORATION	NT
	48	RESEARCH IN MOTION LIMITED	RIM
50.SERVICES DE TÉLÉ COMMUNICATION	49	BCE INC	BCE
	50	ROGERS COMMUNICATIONS INC	RCI.NV.B
	51	SHAW COMMUNICATIONS INC	SJR.NV.B
	52	TELUS CORPORATION	T
55.SERVICES AUX COLLECTIVITÉS	53	ENBRIDGE INC	ENB
	54	TRANSALTA CORPORATION	TA

APPENDICE B

LIGNES DIRECTRICES EN MATIÈRE DE RÉGIE D'ENTREPRISE DE
LA BOURSE DE TORONTO

LIGNES DIRECTRICES EN MATIÈRE DE RÉGIE D'ENTREPRISE
DE LA BOURSE DE TORONTO

1. Le conseil d'administration doit assumer explicitement la responsabilité de la gérance de la société et, plus particulièrement, de ce qui suit :
 - a. L'adoption d'un processus de planification stratégique.
 - b. La détermination des principaux risques et la mise en application de systèmes de gestion des risques.
 - c. La planification de la relève et la surveillance de la haute direction.
 - d. La politique en matière de communications.
 - e. L'intégrité des systèmes de contrôle interne et d'information de gestion.
2. La majorité des administrateurs doivent être « non reliés » (indépendants de la direction et libres de tout conflit d'intérêts) à la société et à l'actionnaire important de la société, s'il en est.
3. Indiquer pour chaque administrateur s'il est relié et la façon dont on est arrivé à cette conclusion.
4. Désigner un comité d'administrateurs responsable :
 - a. De proposer au conseil d'administration plénier de nouveaux candidats au poste de membre du conseil d'administration et d'évaluer les administrateurs régulièrement .
 - b. Composé exclusivement d'administrateurs externes (ne faisant pas partie de la direction), dont la majorité doit être non reliée.
5. Mettre en place un mécanisme pour évaluer l'efficacité du conseil d'administration, de ses comités et de chaque administrateur.
6. Offrir des programmes d'orientation et de formation aux nouveaux administrateurs.

7. Considérer de réduire la taille du conseil d'administration en vue d'en améliorer l'efficacité.
8. Le conseil d'administration doit examiner la rémunération des administrateurs à la lumière des risques et des responsabilités.
9. Les comités du conseil d'administration doivent généralement être composés d'administrateurs externes (qui ne font pas partie de la direction), et la majorité de ceux-ci doit être constituée d'administrateurs non reliés.
10. Le conseil d'administration doit assumer expressément la responsabilité de l'approche quant aux questions de régie d'entreprise ou déléguer cette responsabilité générale à un comité.
11. a. Définir les limites des responsabilités de la direction en élaborant des mandats pour :
 - (i) le conseil d'administration
 - (ii) le chef de la directionb. Le conseil d'administration doit approuver les objectifs du chef de la direction en ce qui concerne la société.
12. Établir des procédures qui permettent au conseil d'administration de fonctionner indépendamment de la direction .
13. a. Établir un comité de vérification ayant un mandat expressément défini.
 - b. Tous les membres doivent être des administrateurs qui ne font pas partie de la direction.
14. Mettre en place un système qui permet à chaque administrateur d'engager des conseillers externes, aux frais de la société.

BIBLIOGRAPHIE

Livres

- Berle, A. et G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: McMillan, 380 p.
- Charreaux, G. 1997. *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théorie et faits*. Paris : Éditions Economica, 540 p.
- Charreaux, G. et J.P. Pitol-Belin. 1990. *Le conseil d'administration*. Paris : Vuibert, 220 p.
- Finet, A. 2005. *Gouvernement d'entreprise: Enjeux managériaux, comptables et financiers*. Bruxelles: Éditions De Boeck, 269 p.
- Lorsch, J. et E. MacIver. 1989. *Pawns or Potentate : The Reality of America's Corporate Boards*. Boston : Harvard Business Press, 200 p.

Articles

- Abdel-Khalik, A.R. 2002. «Reforming Corporate Post-Enron Shareholders' Board of Trustees and the Auditor». *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 21, no. 2, p. 97-103.
- Agrawal, A. et C.R. Knoeber. 1996. «Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, no. 2, p. 377-397.
- Alexander, J.A., M.L. Fennell et M.T. Halpern. 1993. «Leadership Instability in Hospitals: The Influence of Board-CEO Relations and Organizational Growth and Decline». *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, no. 1, p. 74-79.
- Anderson, R.C., S.A. Mansi et D.M. Reeb. 2004. «Board Characteristics, Accounting Report Integrity and the Cost of Debt». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, no. 3, p. 315-342.

- Barnhart, S.W., M.W. Marr et S. Rosenstein. 1994. «Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence». *Management and Decision Economics*, vol. 15, no. 4, p. 329-340.
- Baysinger, B. et R.E. Hoskisson. 1990. «The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy». *Academy of Management Review*, vol. 15, no. 1, p. 72-87.
- Baysinger, B. et A. Zardkooki. 1986. «Technology, Residual Claimants and Corporate Control». *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 2, no. 2, p. 339-344.
- Beasley, M.S. et S.E. Salterio. 2001. «The Relationship between Board Characteristics and Voluntary Improvements in Audit Committee Composition and Experience». *Contemporary Accounting Research*, vol. 18, no. 4, p. 539-570.
- Beetsma, R., H. Peters et E. Rebers. 2000. «When to Fire Bad Managers: The Role of Collusion Between Management and Board of Directors». *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 42, no. 4, p. 427-444.
- Bender, R. 2003. «How Executive Directors' Remuneration is Determined in Two FSTE 350 Utilities ». *Corporate Governance*, vol. 11, no. 3, p. 206-217.
- Bhagat, S. et B.S. Black. 2002. «The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance». *Journal of Corporation Law*, vol. 27, no. 2, p.231-273.
- Bharbra, G.S., S.P. Ferris, S. Nilanjan et P.P. Yen. 2003. «Corporate Governance in Singapore : The Impact of Directors' Equity Ownership». *Advances in Financial Economics*, vol. 8, p. 29-46.
- Biggs, K. et P. Colman. 2005 a). «La réforme du conseil :création de valeur ou surveillance». *CMA Magazine*, dernier numéro, p.1-3.
- _____. 2005b). «Règles et échappatoires». *CMA Magazine*, dernier numéro, p. 4-7.
- Booth, R.B., M.M. Cornett et H. Tehranian. 2002. «Board of Directors, Ownership and Regulation». *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, no. 10, p. 1973-1996.
- Borokhovich, K.A., R. Parrino et T. Trepani. 1996. «Outside Directors and CEO Selection». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, no. 3, p. 337-355.
- Bozec, R. 2005. «Board of Directors, Market Discipline and Firm Performance». *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 32, no. 9-10, p. 1921-1960.

- Carcello, J.V. et J.L. Neal. 2003. «Audit Committee Characteristics and Auditor Dismissals Following New Going-Concern Reports». *The Accounting Review*, vol. 78, no. 1, p. 95-117.
- Charreaux, G. 2005. «Les grands auteurs en théories des organisations : Michael JENSEN. La théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture de la gouvernance des organisations». *Cahiers du FARGO*, no. 1041203, p. 1-32.
- Charreux, G. et P. Desbrières. 1998. «Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale». *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, no. 2, p. 57-88.
- Chen, J. 2001. «Ownership Structure as Corporate Governance Mechanism : Evidence from Chinese Listed Companies». *Economics of Planning*, vol. 34, no.1-2, p. 53-72.
- Chen, G., M. Firth, D.N. Gao et O.M. Rui. 2006. «Ownership Structure, Corporate Governance, and Fraud : Evidence from China». *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, no. 3, p. 424-448.
- Clark, G.L. et D. Wojcik. 2003. «An Economic Geography of Global Finance: Ownership Concentration and Stock Price Volatility in German Firms and Regions». *Annals of the Association of American Geographers*, vol. 93, no. 4, p. 900-924.
- Canyon, M. et S.I. Peck. 1988. «Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation». *Academy of Management Journal*, vol. 41, no. 2, p. 146-157.
- Dahya, J. et J.J. Mc Connell. 2005. «Outside Directors and Corporate Board Decisions». *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, no. 1-2, p. 37-60.
- Dalton, D.R., C.M. Daily, J.L. Johnson et A.E. Ellstrand. 1999. «Number of Directors and Financial Performance: A meta-analysis». *Academy of Management Journal*, vol. 42, no. 6, p. 674-686.
- Davies, A., P. Joyce, G. Beaver et A.Woods. 2002. «Leadership of Board of Directors». *Strategic Change*, vol. 11, no. 4, p. 225-233.
- Dean, J. 1998. «The Nominating Committee». *Fund Raising Management*, vol. 28, no.12, p. 27-31.
- DeFond, M.L. et C.W. Park. 1999. «The Effect of Competition on CEO Turnover». *Journal of Accounting & Economics*, vol. 27, no. 1, p. 35-36.
- DeFond, M.L., R.N. Hann et X. Hu. 2005. «Does the Market Value Financial Expertise on Audit Committee of Board of Directors?». *Journal of Accounting Research*, vol. 43, no. 2, p.153-193.

- Demsetz, H. «The Structure of Ownership and the Theory of the Firm». 1983. *Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2, p.375-390.
- Eisenberg, T., S. Sundren et M.T. Wells. 1998. «Large Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms». *Journal of Financial Economics*, vol. 48, no. 1, p. 35-54.
- Elson, C.M. 1993. «Executive Overcompensation: A Board-Based Solution». *Boston College Law Review*, vol. 34, no. 5, p. 937-996.
- Epstein, M.J. et K.G. Palepu. 1999. «What Financial Analysts Wants». *Strategic Finance*, vol. 80, no. 10, p. 48-52.
- _____. 2005. «Evaluating and Monitory CEO Performance : Evidence from US Compensation Committee Reports». *Corporate Governance*, vol. 5, no. 4, p.75-87.
- Erickson , J., Y.W. Park, J. Reising et H. Shin. 2005. «Board Composition and Firm Value Under Concentred Ownership: The Canadian Evidence». *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, no. 4, p. 387-410.
- Fama , E.F. et M.C. Jensen. 1983. «Separation of Ownership and Control». *Journal of Law and Economics*, vol. 26, no. 2, p. 301-325.
- Fama, E.F. 1980. «Agency Problems and the Theory of the Firm». *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 2, p. 288-307.
- Finegold, D. et E.E. Lawler III. 2006. «Who's in the Boardroom and Does It Matter: The Impact of Having Non-Director Executives Attend Board Meetings». *Organizational Dynamics*, vol. 35, no. 1, p. 106-115.
- Flannery, M.J. 1998. «Using Market Information in Prudential Bank Supervision : A Review of U.S. Empirical Evidence». *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 30, no. 3, p. 273-305.
- Fowler, K.L. et P. Mallette. 1992. «Effets of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of Poison Pills». *Academy of Management Journal* , vol. 35, no. 5, p. 1010-1035.
- Fram, E.H. 2005. «Are Professional Board Directors the Answer?». *MIT Sloan Management Review*, vol. 46, no. 2, p. 75-77.
- Fredrickson, J.W. et J.D. Westphal. 2001. «Who Directs Strategic Change? Director Experience, the Selection of New CEOs and Change in Corporate Strategy». *Strategic Management Journal* , vol. 22, no. 12, p. 1111-1137.
- Fried V.H., G.D. Bruton et R.D. Hisrich. 1998. «Strategy and the Board of Directors in Venture Capital-Backed Firms». *Journal of Business Venture*, vol. 13, no. 6, p. 493-503.

- Gleason, A.E et W.G. Simpson. 1999. «Board Structure, Ownership, and Financial Distress in Banking Firms». *International Review of Economics and Finance*, vol. 8, no. 3, p. 281-292.
- Golden, B.R. et E.J. Zajac. 2001. «When Will Boards Influence strategy? Inclination Times Power Equals Strategic Change». *Strategic Management Journal*, vol. 22, no.12, p. 1087-1111.
- Goodstein, J., K. Gautam et W. Boeker. 1994. «The effects of Board Size and Diversity on Strategic Change». *Strategic Management Journal*, vol. 15, no. 3, p. 241-250.
- Goyal, V.K. et C.W. Park. 2002. «Board Leadership Structure and CEO Turnover ». *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, no. 1, p. 49-66.
- Hariato, F. et H. Singh. 1989. «Top Management Tenure, Corporate Ownership and the Magnitude of Golden Parachutes». *Strategic Management Journal*, vol.10, no. special, p. 143-156.
- Hermalin, B.E. et M.S. Weisbach. 1991. «The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance». *Financial Management*, vol. 20, no. 4, p. 101-112.
- Ho, C.A. et M. Williams. 2003. «International Comparative Analysis of the Association Between Board Structure and the Efficiency of Value Added by a Firm from its Physical Capital and Intellectual Capital Resources». *The International Journal of Accounting*, vol. 38, no. 4, p. 465-491.
- Ho, S.M., C.K. Lam et H. Sami. 2004. «The Investment Opportunity Set, Director Ownership and Corporate Policies : Evidence from an Emerging Market». *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, no. 3, p. 383-408.
- Hossain, M., A.K. Prevost et R.P. Rao. 2002. «Determinants of Board Composition in New Zealand: A simultaneous Approach». *Journal of Empirical Finance*, vol. 9, no. 4, p. 373-397.
- Huther, J. 1997. «An Empirical Test of the Effect of Board Size on Firm Efficiency». *Economics Letters*, vol. 54, no. 3, p. 259-264.
- Jensen, W.C. et W. Meckling. 1976. «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure». *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, p. 305-360.
- Jensen, W.C. 1993. «The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of the Internal Control Systems». *Journal of Finance*, vol. 48, no. 3, p. 831-880.
- Kang, D.L. et A.B. Sorensen. 1999. «Ownership Organization and Firm Performance». *Annual Review of Sociology*, vol. 25, p. 121-144.

- Kaplan, S.N. et D. Reishus. 1990. «Outside Directorships and Corporate Performance». *Journal of Financial Economics*, vol. 27, no. 2, p. 389-410.
- Klein, A. 1998. «Firm Performance and Board Committee Structure». *Journal of Law and Economics*, vol. 41, no. 1, p. 275-302
- _____. 2002. «Economic Determinants of Audit Committee Independence». *The Accounting Review*, vol. 77, no. 2, p. 435-452.
- Klein, P., D. Shapiro et J. Young. 2005. «Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian Evidence». *Corporate Governance*, vol. 13, no. 6, p. 769-784.
- Kole, S.R. 1997. «The Complexity of Compensation Contracts». *Journal of Financial Economics*, vol. 43, no. 1, p. 79-104.
- Koskin, R.D. 1990. «Effects of Board Demography and Directors' Incentives on Corporate Greenmail Decisions ». *Academy of Management Journal*, vol. 33, no.1, p. 129-150.
- Krishna, J. 2005. «Audit Committee Quality and Internal Control: An Empirical Analysis». *The Accounting Review*, vol. 80, no. 2, p. 649-675.
- Krishnagopal, M. et W.J. Deahl. 1994. «The Use of Audit Committee for Monitoring». *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 13, no. 2, p. 121-139.
- Linn, S.C. et D. Park. 2005. «Outside Director Compensation Policy and the Investment Opportunity Set». *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, no. 4, p. 680-715.
- Lipton, M. et J.W. Lorsch. 1992. «A Modest Proposal for Improved Corporate Governance». *Business Lawyer*, vol. 48, no. 1, p. 59-77.
- Mak, Y.T. et Y. Kusnadi. 2005. «Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value». *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 13, no. 3, p. 301-318.
- Mangena, M. et R. Pike. 2005. «The Effect of Audit Committee Shareholding, Financial Expertise and Size on Interim Financial Disclosures». *Accounting and Business Research*, vol. 35, no. 4, p. 327-349.
- Mizruchi, M.S. 1983. «Who Controls Whom? An Examination of the Relation Between Management and Boards of Directors in Large American Corporations». *Academy of Management Review*, vol. 8, no. 3, p. 426-435.
- Mueller, E. et A. Spitz-Oener. 2006. «Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises». *German Economic Review*, vol. 7, no. 2, p. 233-247.

- Newman, H.A. 2000. «The Impact of Ownership Structure on the Structure of Compensation Committees». *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 27, no. 5-6, p. 653-678.
- Ozertuk, S. 2005. «Board Independence and CEO Pay». *Economics Letters*, vol. 88, no. 2, p. 260-265.
- Palmon, O. et J.K. Wald. 2002. «Are Two Heads Better than One? The Impact of Changes in Management Structure on Performance Structure by Firm Size». *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, no. 3, p. 213-2263.
- Park, Y.W. et H. Shin. 2004. «Board Composition and Earnings Management in Canada». *Journal of corporate Finance*, vol. 10, no. 7, p. 431-457.
- Pearce, J. et S.A. Zahra. 1992. «Board Composition from a Strategic Contingency Perspective». *Journal of Management Studies*, vol. 29, no. 4, p. 411-438.
- Pfeffer, J. 1972. «Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment». *Administrative Science Quarterly*, vol.17, no. 2, p. 218-228.
- Prendergast, C. 1999. «The Provision of Incentives in Firms». *Journal of Economic Literature*, vol. 37, no. 1, p. 7-63.
- Roberts, J. et P. Stiles. 1999. «The Relationship Between Chairmen and Chief Executives: Competitive or Complementary Roles»? *Long Range Planning*, vol. 32, no. 1, p. 36-48.
- Ronen, J., J. Tzur et V.L. Yaari. 2006. «The Effect of Directors' Equity Incentives on Earning Management». *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 25, no. 4, p. 359-389.
- Roseinstein, J. 1988. «The Board and Strategy: Venture Capital and High Technology». *Journal of Business Venturing*, vol. 3, no. 2, p. 159-170.
- Rosenstein, S. et J. G. Wyatt. 1990. «Outside Directors Board Independence and Shareholders Wealth». *Journal of Financial Economics*, vol. 26, no. 2, p. 175-191.
- Scherrer, P.S. 2003. «Director's Responsibilities and Participation in the Strategic Decision Making Process». *Corporate Governance*, vol. 3, no. 1, p. 86-90.
- Shleiffer, A. et R.W. Vishny. 1997. «A Survey of Corporate Governance». *Journal of Finance*, vol. 52, no. 2, p. 737-783.
- Shrives, P. et W. Welch. 1997. «Another Day, Another Dollar: The Remuneration of Directors». *Management Accounting*, vol. 75, no. 6, p. 42-48.
- Song, J. et B. Windram. 2004. «Benchmarking Audit Committee Effectiveness in Financial Reporting». *International Journal of Auditing*, vol. 8, no. 3, p. 195-205.

- Vafeas, N. 1999. «Board Meeting Frequency and Firm Performance». *Journal of Financial Economics*, vol. 53, no. 1, p. 113-142.
- _____. 1999. «The Nature of Board Nominating Committees and their Role in Corporate Governance». *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 26, no. 1, p. 199-225.
- _____. 2003 «Length of Board Tenure and Outside Director Independence». *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 30, no. 8, p. 1043-1064.
- Vafeas, N. et E. Theodorou. 1998. «The Relationship between Board Structure and Firm Performance in the UK ». *British Accounting Review*, vol. 30, no. 4, p. 383-407.
- Warther, V.A. 1998. «Board Effectiveness and Board Dissent: A model of Board's Relationship to Management and Shareholders». *Journal of Corporate Finance*, vol. 4, no.1, p.53-70.
- Yermack, D. 1996. «Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors». *Journal of Financial Economics*, vol. 40, no. 2, p. 185-211.
- Zabihollah, R. 1997. «Corporate Governance and Accountability: The Role of Audit committees». *Internal Auditing*, vol. 13, no. 1, p. 27-41.

Sites web

American Law Institute

www.ali.org

Autorités canadiennes en valeurs mobilières

www.csa-acvm.ca

Financial Post Investor Report

www.fpinformart.ca

Institute of Directors

www.iod.com

International Accounting Standards Board

www.iasb.org

International Organization of Securities Commissions

www.iosco.org

Service électronique de données, d'analyses et de recherches

www.sedar.com

Autres

Canyon, M. et L.E. Read. 2005. *A model of Supply of Executives for Outside Directorship*. Working Paper, University of Pennsylvania, 25p.

Epstein, M.J. et M.J. Roy. 2002. *Measuring and Improving the Performance of Corporate Board*. Strategic Management Accounting Practices, CMA Canada, 36 p.

États-Unis d'Amérique. 2002. *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*. Washington, 66 p.

Larcker, F.L., Richardson S.A. et R.Tuna. 2004. *Does Corporate Governance Really Matter?* The Wharton School, University of Pennsylvania, 75 p.

Ontario. 2002. Loi 198. *Loi mettant en œuvre certaines mesures budgétaires et d'autres initiatives du Gouvernement de l'Ontario*. Toronto, 26 p.

Rapport Saucier. 2001. *Beyond compliance: Building Governance Culture*. Joint Committee on Corporate Governance, Toronto, 50 p.